

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего
профессионального образования

Санкт-Петербургский государственный университет

Институт «Высшая школа менеджмента»

**СОЦИАЛЬНЫЙ КАПИТАЛ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И
РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ: АНАЛИЗ
ВЗАИМОСВЯЗИ**

Выпускная квалификационная работа
студентки 4 курса бакалаврской программы,
профиль – Финансовый менеджмент

ЛОГИНОВОЙ Анастасии Сергеевны

(подпись)

Научный руководитель:
к.ф.- м.н., доцент

БЕРЕЗИНЕЦ Ирина Владимировна

(подпись)

Санкт-Петербург

2018

Заявление о самостоятельном выполнении Выпускной квалификационной работы

Я, Логинова Анастасия Сергеевна, студентка 4 курса, осваивающая основную образовательную программу бакалавриата по направлению 080500 «Менеджмент» профиля «Финансовый Менеджмент», заявляю, что в моей выпускной квалификационной работе на тему «Социальный капитал совета директоров и результативность деятельности компаний: анализ взаимосвязи», представленной в службу обеспечения программ бакалавриата по направлению менеджмент для публичной защиты, не содержится элементов плагиата.

Все прямые заимствования из печатных и электронных источников, а также из защищенных ранее курсовых и выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций имеют соответствующие ссылки.

Мне известно, что согласно п.12.4.13 «Правил обучения на бакалаврской программе ВШМ СПбГУ», «обнаружение в ВКР студента элементов плагиата (контекстуальное или прямое заимствование текста из печатных и электронных оригинальных источников, а также из защищенных ранее выпускных квалификационных работ, кандидатских и докторских диссертаций без соответствующих ссылок) является основанием для выставления ГАК оценки «неудовлетворительно».

_____ (Подпись)

_____ (Дата)

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	4
ГЛАВА 1. Интеллектуальный капитал совета директоров	8
1.1. Интеллектуальный капитал компании	8
1.2. Интеллектуальный капитал совета директоров.....	11
1.3. Социальный капитал совета директоров и его элементы.....	27
ГЛАВА 2. Финансовая результативность деятельности компании.....	33
2.1. Подходы к определению и измерению финансовой результативности.....	33
2.2. Взаимосвязь между социальным капиталом совета директоров и результативностью деятельности компании.....	41
2.3. Формулирование гипотез исследования	46
ГЛАВА 3. Эмпирическое исследование взаимосвязи социального капитала совета директоров и финансовой результативности компании.....	49
3.1. Методология исследования	49
3.2. Формирование выборки и описательная статистика	51
3.3. Регрессионный анализ.....	63
Заключение.....	70
Список использованных источников.....	73
Приложения.....	81

ВВЕДЕНИЕ

Наличие качественной системы корпоративного управления способствует созданию и удержанию конкурентного преимущества, позволяющего компании превосходить конкурентов и создавать ценность для акционеров.

Одним из ключевых элементов системы корпоративного управления является совет директоров компании. Совет директоров, выступающий в качестве связующего звена в отношениях между собственниками и менеджерами, способен оказывать значительное воздействие на функционирование компании посредством выполнения таких важных функций как мониторинг и консультирование менеджмента, а также обеспечение доступа к необходимым ресурсам.

Тематика работ, посвященных изучению совета директоров, достаточно широка и разнообразна. Авторы работ акцентируют внимание на выяснение роли совета директоров в стратегии компании, и, в частности, на взаимосвязи структуры и состава совета директоров с финансовой результативностью. Современная тенденция такова, что от ответов на вопросы таких как: сколько в СД исполнительных, независимых членов; каков гендерный состав СД и других, переходят к изучению вопросов качества совета директоров. Подход к ответу на вопрос о качестве СД, в частности, может быть основан на изучении интеллектуального капитала совета директоров. Так как члены совета директоров обладают определенными характеристиками, такими как, опыт, образование, связи, они являются источником ИК и вносят вклад в создание интеллектуального капитала компании, который, в свою очередь, выступает драйвером создания акционерной ценности. Чаще всего интеллектуальный капитал СД принято разделять на две составляющие, а именно, человеческий капитал, включающий в себя опыт, знания и репутацию членов совета директоров, и социальный капитал, к которому относятся связи членов СД, а также потенциальные ресурсы, которые можно извлечь из этих связей.

Выпускная квалификационная работа фокусируется на одном из элементов интеллектуального капитала совета директоров, а именно, социальном капитале.

К элементам СК членов СД, в частности, относят число позиций в СД других компаний, занимаемых членом СД данной компании. Сам вопрос об оптимальном числе занимаемых позиций дискутируем. С одной стороны, считается, что члены совета директоров, обладающие связями с внешними заинтересованными сторонами, являются проводниками необходимых для компании ресурсов. В связи с этим предполагается, что

связи членов совета директоров обладают определенной ценностью для компании и позволяют извлекать экономические выгоды.

С другой стороны, существует мнение, что связи членов совета директоров не только не вносят никакой дополнительной ценности, но и негативно отражающиеся на ее результативности, так как вовлеченность членов совета директоров в сети взаимоотношений ассоциируется с определенными издержками, связанные с тем, что член СД не обладает достаточным временем на качественное выполнение своих функций, что негативно отражается на результативности.

Исследовательский вопрос, который изучается в данной выпускной квалификационной работе, формулируется следующим образом: «Имеет ли место взаимосвязь между социальным капиталом совета директоров и результативностью компании?»

В связи с такой постановкой исследовательского вопроса цель данной работы заключается в установлении взаимосвязи между социальным капиталом совета директоров и результативностью деятельности компании и определении ее направления.

Для достижения вышеизложенной цели был выдвинут ряд задач:

1. Изучить нормативные документы, регулирующие деятельность совета директоров в российских компаниях;
2. Представить обзор современных зарубежных и российских исследований, посвященных подходам к определению социального капитала совета директоров, анализу его элементов;
3. Произвести обзор показателей, измеряющих финансовую результативность деятельности компаний и выбрать наиболее подходящие показатели для исследования взаимосвязи социального капитала совета директоров с результативностью деятельности компании;
4. Провести эмпирическое исследование, направленное на установление взаимосвязи между социальным капиталом совета директоров и финансовой результативностью деятельности компаний;
5. Проанализировать полученные результаты, сделать выводы и предоставить практические рекомендации на основе данных результатов.

Объектом исследования являются публичные российские компании. В качестве предмета исследования выступает взаимосвязь между социальным капиталом совета директоров и финансовой результативностью деятельности компаний.

Данная выпускная квалификационная работа включает в себя три главы, введение и заключение.

В первой главе приводится несколько подходов к определению понятия интеллектуального капитала компании. Рассматривается вопрос его структуры и дается краткое описание элементов интеллектуального капитала компании. Далее в данной главе рассматриваются основные теоретические аспекты, связанные с советом директоров, являющегося одним из источников, генерирующих интеллектуальный капитал компании. Здесь же подробно рассмотрены вопросы, касающиеся интеллектуального капитала совета директоров. Особый акцент делается на социальный капитал совета директоров, приводится описание элементов социального капитала совета директоров, в частности, множественности директорских позиций и перекрестных директорских позиций.

Во второй главе рассматриваются вопросы, касающиеся результативности компании. Приводится обзор показателей результативности компании, в частности, традиционных бухгалтерских показателей и показателей, используемых в теории ценностно-ориентированного менеджмента. Здесь же изучаются два подхода к объяснению взаимосвязи между социальным капиталом совета директоров и финансовой результативностью компании, измеренной с использованием как бухгалтерских, так и рыночных показателей. В последнем параграфе данной главы формулируются гипотезы исследования.

В третьей главе представлены результаты эмпирического исследования, проведенного с целью тестирования гипотез. В первом параграфе обосновывается методология исследования и представляется описание используемых переменных. Во втором параграфе представлено описание процесса формирования выборки, критериев включения компаний в выборку. Далее в главе приводится описательная статистика и анализируются полученные результаты. Затем в главе представляются результаты регрессионного анализа и выводы, сделанные на их основе.

В ходе проведения исследования были использованы следующие источники информации:

- Ежеквартальные и годовые отчеты компаний;

- База данных СКРИН;
- База данных СПАРК;
- Официальные сайты компаний.

В результате исследования взаимосвязи множественности директорских позиций и результативности деятельности компаний были сделаны следующие выводы. Во-первых, была установлена обратная взаимосвязь между средним числом позиций в СД других компаний, который член СД занимает в текущий момент времени и результативностью компании, измеренной с помощью рентабельности активов, в одном случае, и коэффициента Тобина, в другом. Во-вторых, было обнаружено существование прямой взаимосвязи между числом директорских позиций в СД других компаний, занимаемых членом СД за последние 5 лет до настоящего времени и коэффициентом Тобина. В-третьих, было выявлено, что наличие членов СД, являющихся в тоже время членами СД дочерних компаний, по отношению к рассматриваемой и ранее занимали должности в СД других компаний позитивно отражается на коэффициенте Тобина.

ГЛАВА 1. ИНТЕЛЛЕКТУАЛЬНЫЙ КАПИТАЛ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ

1.1. Интеллектуальный капитал компании

В данном параграфе будет рассмотрено понятие интеллектуального капитала компании, его структура и источники формирования.

1.1.1. Подходы к определению интеллектуального капитала компании

Можно выделить три подхода к определению интеллектуального капитала.

С одной стороны, интеллектуальный капитал рассматривается как знания, используемые компанией для создания дополнительной ценности.

Развитие теории интеллектуального капитала тесно связано с именами таких авторов, как Томас А. Стюарт, Лейф Эдвинссон и Майкл Малон. Они были одними из первых, кто начал заниматься данным вопросом.

Стюарт в своей работе определил интеллектуальный капитал как сумму всех знаний внутри организации, позволяющих ей получить конкурентное преимущество [Stewart, 1991]. Эдвинссон и Салливан придерживаются схожего мнения, определяя интеллектуальный капитал как знание, которое может быть преобразовано в ценность [Edvinsson, Sullivan, 1996]. В работе [Edvinsson, 2004] утверждается, что интеллектуальный капитал, в частности, можно рассматривать как разницу между рыночной стоимостью организации и ее балансовой стоимостью.

Второй подход к определению интеллектуального капитала компании основан на том, что интеллектуальный капитал не ограничен исключительно лишь знаниями организации. Это понятие более широкое, включающее в себя различные элементы.

Ульрих определяет интеллектуальный капитал как совокупность знаний и навыков каждого человека в организации. Согласно [Ulrich, 1998], знание стало конкурентным преимуществом для всех компаний, пытающихся выделиться на рынке за счет того, как они удовлетворяют потребности клиентов. Ульрих утверждает, что успешными становятся те компании, которые лучше всего привлекают, развивают и удерживают людей, которые могут управлять глобальной организацией, реагирующей как на потребности своих клиентов, так и на растущие возможности технологий.

В [Edvinsson, Sullivan, 1996] был сделан акцент на ключевую роль знаний в определении интеллектуального капитала. Однако, в более поздней работе одного из соавторов интеллектуальный капитал уже определяется как совокупность знаний, опыта, организационных способностей, отношений с клиентами и профессиональных навыков,

которые обеспечивают конкурентное преимущество компании на рынке [Edvinsson, Malone, 1997].

В [Букович, Уилльямс, 2002] авторы придерживаются позиции, что интеллектуальный капитал – это «все, что имеет стоимость для организации и заключено в работающих в ней людях или возникает из производственных процессов, систем или организационной культуры, включая знания и навыки конкретных людей, нормы и системы ценностей, базы данных, методологии, программное обеспечение, производственный опыт (ноу-хау), лицензии, бренды, торговые секреты и прочие».

Еще одна точка зрения, поддерживающая мнение, о том, что определение интеллектуального капитала не должно сводиться исключительно лишь к знаниям, представлена в работе [Roos, Roos, 1997]. В данной работе интеллектуальный капитал определяется как совокупность активов компании, которые не отражаются в балансе организации и включают в себя как знания сотрудников, так и то, что осталось в компании после их ухода. Авторы соглашаются с точкой зрения, которая высказывается в работах [Stewart, 1991; Ulrich, 1998; Edvinsson, Malone, 1997], говоря о том, что интеллектуальный капитал служит источником получения конкурентных преимуществ.

Третьим альтернативным подходом к определению интеллектуального капитала является подход, основанный на концепции динамических способностей. Концепция динамических способностей была впервые упомянута в работе [Teese, Pisano, 1994]. Согласно данной концепции, ресурсный подход к определению конкурентных преимуществ, более не объясняет почему одни фирмы лучше других. С точки зрения ресурсного подхода, источником конкурентных преимуществ является владение редкими, ценными, трудными для имитации и незаменимыми ресурсами [Barney, 1991]. Тис высказывает мнение о том, что в «быстроразвивающейся деловой среде, открытой для глобальной конкуренции и характеризующейся разбросанностью географических и организационных источников инноваций и производства, устойчивые преимущества требуют не только владения трудными для репликации активами. Они требуют также уникальных и трудных для имитации динамических способностей»¹. В условиях динамичной и быстроменяющейся деловой среды выигрывают те фирмы, которые могут продемонстрировать своевременную отзывчивость и гибкие инновации в сочетании с управленческими способностями эффективной координации и перераспределения

¹ Тис Д. Дж. Выявление динамических способностей: природа и микрооснования (устойчивых) результатов компании / Д. Дж. Тис // Российский журнал менеджмента. – 2009. – Т. 7. – № 4. – С. 59 -108.

внутренних и внешних ресурсов². В концепции динамических способностей делается упор не просто на наличие интеллектуального капитала, как такового, а на способность компании извлекать экономические выгоды из имеющихся у нее знаний [Волков, Гаранина, 2007].

С опорой на концепцию динамических способностей, авторы работы [Березинец, Гаранина, Ильина, 2017] определяют интеллектуальный капитал компании как «способность извлекать будущие экономические выгоды из имеющихся неосязаемых ресурсов».

1.1.2. Структура интеллектуального капитала компании

В различных работах авторы используют разные подходы к определению структуры интеллектуального капитала и выделяют различные элементы, входящие в него. Так, в работе [Edvinsson, Sullivan, 1996] авторы разделяют интеллектуальный капитал компании на человеческий и структурный капитал. Авторы также выделяют в структуре человеческого капитала два элемента, а именно, человеческие ресурсы и интеллектуальные активы. Человеческие ресурсы фирмы авторы определяют, как совокупные способности сотрудников, служащие решению проблем, возникающих в процессе функционирования компании. Этот ресурс включает в себя коллективный опыт, навыки и ноу-хау всех сотрудников. К интеллектуальным активам относятся технологии, изобретения, компьютерные программы, данные и прочие. Вторым элементом интеллектуального капитала является структурный капитал. Структурный капитал представляет собой инфраструктуру, которую развивают фирмы с целью извлечения максимальной выгоды из человеческого капитала. Он включает в себя как физическую (оборудование, помещения и прочие), так и нематериальную составляющие (организационная культура, история компании и другие).

Более распространенным считается подход, согласно которому принято выделять три составляющих интеллектуального капитала: человеческий капитал (human capital), социальный капитал (relationship capital) и структурный капитал (structural capital). Подобный способ разделения интеллектуального капитала на три элемента придерживаются в работах [Martín-de-Castro et al., 2011; Roos, 2017 и других].

Согласно [Martín-de-Castro et al., 2011]:

² Teece D. The Dynamic Capabilities of Firms: an Introduction [Электронный ресурс] / D. Teece, G. Pisano // – 1994. – Режим доступа: http://secure.com.sg/courses/ICI/Grab/Reading_Articles/L03_A02_Teece.pdf (дата обращения 11.12.2017)

- Человеческий капитал – это явные и неявные знания и способности сотрудников компании;
- Структурный капитал – это результат человеческих усилий, развитых внутри фирмы или приобретенных извне, принадлежащий фирме и не являющийся физическим по своей природе, включающий организационную культуру, структуру и процессы.
- Социальный капитал – это отношения с основными стейкхолдерами компании: потребителями, поставщиками, партнерами, общественными организациями и прочими заинтересованными сторонами.

Рассмотрев вопросы определения понятия интеллектуального капитала и его элементов, необходимо ответить на вопрос, касающийся источников формирования интеллектуального капитала компании.

Интеллектуальный капитал компании может формироваться как внутренними стейкхолдерами (например, сотрудниками компании), так и внешними. В данной работе в качестве источника, генерирующего интеллектуальный капитал компании, будет рассматриваться совет директоров, включающий как внешних по отношению к компании неисполнительных директоров, так и внутренних, связанных трудовыми отношениями, исполнительных членов СД. Эту позицию высказали авторы работы [Березинец, Гаранина, Ильина, 2016], рассматривая совет директоров компании, являющийся одним из важнейших механизмов корпоративного управления, в качестве источника интеллектуального капитала.

1.2. Интеллектуальный капитал совета директоров

Как было упомянуто ранее одним из источников формирования интеллектуального капитала компании является совет директоров. Далее более подробно будут рассмотрены вопросы, касающиеся роли совета директоров в системе корпоративного управления компании и его функции. Также будут рассмотрены вопросы определения и структуры интеллектуального капитала совета директоров.

1.2.1. Совет директоров и его функции

Совет директоров является одним из ключевых элементов в системе корпоративного управления, определяемого А.В. Бухваловым и М.В. Смирновым как «система экономических и юридических отношений и норм, в рамках которых осуществляется распределение корпоративного контроля и прав на денежные потоки между акционерами, менеджерами и разнообразными заинтересованными лицами (стейкхолдерами) компании».

Являясь соединяющим звеном в отношениях между акционерами и топ-менеджерами, совет директоров играет определенную роль во взаимоотношениях между этими сторонами.

Роль совета директоров в системе корпоративного управления часто рассматривается с точки зрения теории агентских отношений. В работе [Jensen, Meckling, 1979] агентские отношения определяются как контракт между принципалом, в роли которого выступает акционер, и агентом, другими словами наемным менеджером, которому принципал делегирует часть ответственности по принятию решений. Отделение собственности от управления, когда ответственность за принятие решений переместилась с собственников на наемный менеджмент, привело к возникновению агентской проблемы. Суть данной проблемы заключается в том, что не всегда интересы агента совпадают с интересами принципала. В случае отсутствия эффективной системы контроля менеджеры будут более склонны к волюнтаристскому поведению, преследуя цель получения личной выгоды.

[Fama, Jensen, 1983] выделяют в процессе принятия решений следующие этапы:

1. Инициация – выдвижение инициатив;
2. Ратификация – выбор определенной инициативы из предложенных;
3. Имплементация – исполнение выбранной инициативы;
4. Мониторинг – оценивание эффективности агентов, принимающих решения, и их вознаграждение.

Авторы работы [Fama, Jensen, 1983] разделяют процесс принятия решений на две составляющие, а именно, управление процессом принятия решений (decision management), к которому относится инициация и имплементация решений, и контроль над принятием решений (decision control), к которому относится ратификация и мониторинг. Как было сказано ранее, во избежание оппортунизма со стороны менеджмента, необходимо наличие эффективной системы контроля за их действиями. В организации функцию контроля за принятием решений традиционно несет совет директоров. В [Fama, Jensen, 1983] под эффективной системой контроля подразумевается система, в которой контроль над принятием решения (ратификация и мониторинг) отделен от управления процессом принятия решения (инициация и имплементация). Такое разделение ограничивает возможности менеджеров присваивать частные выгоды, так как конечное решение остается за советом директоров. Более того, совет директоров должен постоянно отслеживать эффективность реализации принятых решений, что также ограничивает возможности

менеджмента действовать в собственных интересах в ущерб акционерам. Таким образом, роль совета директоров как органа, осуществляющего функцию мониторинга, становится ключевой в процессе принятия решений.

Другой подход, объясняющий роль совета директоров, основан на теории ресурсной зависимости. В этой теории внешняя среда рассматривается в качестве одного из факторов, определяющих поведение и стратегию компании. Из этой концепции следует, что, если внешняя среда оказывает значительное влияние на организацию, то организация будет стремиться принимать действия, направленные на снижение этого воздействия [Pfeffer, Salancik, 1978]. В работе [Hillman, Withers, Collins, 2009] структурно выделено пять механизмов, ранее предложенных [Pfeffer, Salancik, 1978], через которые организация сокращает зависимость от внешней среды: слияния и вертикальная интеграция, совместные предприятия и прочие межорганизационные отношения, совет директоров, установление отношений с политическими организациями и преемственность директоров (executive succession). Совет директоров выступает инструментом, позволяющим решать проблемы, вызванные зависимостью от внешней среды, путем обмена необходимыми для организации ресурсами с другими компаниями. Пфеффер утверждает, что внешняя среда и степень зависимости организации от внешних ресурсов является фактором, определяющим размер и структуру совета директоров. Опираясь на данное утверждение в работе [Hillman, Withers, Collins, 2009] говорится о том, что в структуре совета директоров должны преобладать неисполнительные директора, предоставляющие доступ к внешним ресурсам.

В работе [Mintzberg, 1983] выделено семь различных функций, которые выполняет совет директоров. При этом он разделяет эти семь функций на функции контроля (control roles) и функции по оказанию услуг (service roles). К функциям контроля относится выбор генерального директора, контроль в период кризисных ситуаций, таких как смена генерального директора, привлечение денежных средств, периоды, связанные с расширением деятельности компании и периоды, связанные с переходом организации на новую ступень жизненного цикла. В качестве одной из основных функций контроля Минцберг выделяет функцию мониторинга действий менеджмента. В работе рассматривается две ситуации: ситуации, когда совет директоров принимает решения без учета мнения менеджмента и ситуации, когда наоборот, совет директоров просто «штампует», то есть принимает за данность и утверждает решения менеджмента. К первой категории Минцберг относит решения, связанные с определением уровня вознаграждения генерального директора и других членов топ-менеджмента. Ко второй категории относятся решения, касающиеся утверждения решений стратегического характера, таких как выпуск

нового продукта, крупные инвестиционные проекты, решения, связанные со сделками по слияниям и поглощениям, с изменением структуры организации и другие. в работе рассматриваются функции по оказанию услуг, такие как предоставление доступа к ключевым ресурсам, поиск возможностей финансирования, поддержание репутации компании и консультирование менеджмента. Причем, Минцберг подчеркивает, что чаще всего совет директоров не вмешивается в процесс принятия решений и проявляет интерес только в крайних случаях, таких как кризис, потеря генерального директора или серьезное ухудшение результативности. Причину этого Минцберг видит в том, что частично занятый директор в любом случае будет меньше осведомлен о протекании дел в организации, чем менеджер, работающий на полной ставке. Решение этой проблемы заключается в назначении членов совета директоров, работающих в организации, то есть исполнительных. Однако, в этом случае возникает дилемма: с одной стороны, частично занятые внешние директора не могут достаточно хорошо выполнять свои функции ввиду ограниченности информации, с другой стороны, если совет директоров будет преимущественно состоять из внутренних (исполнительных) директоров, то это приведет к потере независимости совета.

Согласно Федеральному закону об акционерных обществах (далее ФЗ об АО), совет директоров (наблюдательный совет) общества — это орган, осуществляющий общее руководство деятельностью общества, за исключением решения вопросов, отнесенных настоящим Федеральным законом к компетенции общего собрания акционеров³.

В работе [Филатов, 2014] совет директоров определяется как коллегиальный орган управления акционерным обществом, подотчетный общему собранию акционеров, состоящий из равноправных членов, реализующих свои решения путем голосования на очных и заочных заседаниях, несущих ответственность за результаты деятельности вверенного им общества. Совет директоров отвечает за стратегическое управление организацией, определяет основные принципы и подходы к организации в обществе системы управления рисками и внутреннего контроля, осуществляет мониторинг за деятельностью исполнительных органов общества, а также реализует иные ключевые функции⁴.

³ Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ: принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года: одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/

⁴ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf>

В Кодексе корпоративного управления выделяют следующие компетенции совета директоров:

1. Совет директоров несет ответственность за назначение и освобождение от занимаемых должностей исполнительных органов, в том числе в связи с ненадлежащим исполнением ими своих обязанностей;
2. Совет директоров определяет политику организации в сфере управления рисками и контроля внутри организации;
3. Совет директоров несет ответственность за обеспечение прозрачности общества, предоставление актуальной и полной информации акционерам общества;
4. Совет директоров принимает решения, связанные с определением приоритетных направлений деятельности организации, установлением ключевых показателей деятельности, целей и стратегии организации в долгосрочной перспективе;
5. Совет директоров ответственен за определение политики вознаграждения и компенсаций членов совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества;
6. Совет директоров играет важную роль в урегулировании и предупреждении конфликтов между внутренними заинтересованными сторонами организации, а именно, органами общества, акционерами и сотрудниками общества;
7. Совет директоров осуществляет функцию контроля за практикой корпоративного управления в обществе.

Согласно ФЗ об АО к компетенциям совета директоров общества относятся вопросы, связанные с:

1. определением ключевых направлений деятельности;
2. подготовкой и проведением годовых и внеочередных собраний акционеров, в том числе, с созывом общего собрания акционеров, утверждением повестки дня, определением даты составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров и другие;
3. увеличением уставного капитала путем размещения акций и иных ценных бумаг на бирже, а также с их выкупом;
4. определением стоимости имущества, цены размещения или порядка ее определения и цены выкупа эмиссионных ценных бумаг в случаях, предусмотренных настоящим ФЗ;
5. созданием и прекращением деятельности исполнительного органа общества;

6. утверждением нормативных документов общества за исключением тех документов, утверждение которых относится к обязанностям общего собрания акционеров;
7. утверждением годовой отчетности, если это предусмотрено уставом общества;
8. одобрением сделок в случаях, предусмотренных главами X и XI ФЗ об АО;
9. утверждением регистратора общества и условий договора с ним, а также расторжением этого договора;
10. открытием филиалов, если это не входит в функции исполнительного органа общества;
11. другие вопросы, предусмотренные уставом общества и ФЗ об АО.

Организация экономического сотрудничества и развития (далее ОЭСР) к функциям совета директоров относит следующие:

1. Совет директоров ответственен за обеспечение стратегического руководства компанией;
2. Совет директоров должен осуществлять эффективный мониторинг за деятельностью исполнительного органа;
3. Совет директоров должен обеспечивать объективность и прозрачность систем учета и финансовой отчетности компании⁵.

Отметим, что совету директоров не рекомендуется вмешиваться в управление текущей деятельностью организации и оставить за собой решение более глобальных стратегических вопросов. Подобное вмешательство может привести к возникновению таких негативных последствий, как дублирование функций, двоевластие и конфликты между советом директоров и менеджментом высшего звена⁶.

В п.1 ст.64 ФЗ об АО говорится о том, что функции совета директоров может осуществлять собрание акционеров в случае, если в общество входит менее пятидесяти акционеров - владельцев голосующих акций. Этот факт должен быть отражен в уставе общества⁷.

⁵Принципы корпоративного управления ОЭСР. 2004 [Электронный ресурс]. – Режим доступа:<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf>

⁶Филатов А. Совет директоров: Инструкция по применению / А. Филатов — М. : Альпина Паблишер, 2014 — 197 с.

⁷Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ: принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года: одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/

Существуют компании, в которых совет директоров учреждается, несмотря на то, что по закону этот орган не обязательно должен создаваться. Возможным объяснением подобной ситуации является то, что в настоящее время приходит понимание значимости наличия эффективной системы корпоративного управления и совета директоров, как органа, обеспечивающего эффективность и прозрачность деятельности.

Согласно ФЗ об АО членом совета директоров может быть назначено только физическое лицо. Также в ФЗ отмечается, что член совета директоров может быть переизбран неограниченное число раз. Согласно п. 6 ст.85 данного ФЗ, члены ревизионной комиссии общества не могут избираться в совет директоров.

Процесс избрания членов совета директоров происходит на ежегодном собрании акционеров на срок до следующего собрания акционеров по принципу кумулятивного голосования. Данный принцип заключается в том, что количество голосов, которыми обладает акционер, умножается на количество кандидатов, которые должны быть избраны в совет директоров. Полученное количество голосов акционер вправе отдать как за одного из кандидатов, так и поделить между несколькими⁸.

Количество членов, входящих в состав совета директоров, определяется уставом общества, либо решением общего собрания акционеров. Однако, существует минимальная граница размера совета, которая составляет пять человек. Данное пороговое значение может отклоняться в большую сторону в зависимости от количества акционеров-владельцев голосующих акций. Минимальный размер совета, с числом акционеров более одной тысячи, составляет не менее семи членов, более десяти тысяч – девять и более⁹.

В составе совета директоров принято выделять три категории директоров, а именно, исполнительные, неисполнительные и независимые.

Исполнительный директор (или, как еще его называют, инсайдер) – это лицо, входящее в исполнительные органы общества и (или) управляющей организации общества, находящиеся в трудовых отношениях с обществом или управляющей организацией общества¹⁰. Неисполнительный (или аутсайдер) не занимает должность в данном обществе и не связан с ним трудовыми отношениями. Существует количественное ограничение на

⁸ Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ: принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года; одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/

⁹ Там же.

¹⁰ Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf>

включение исполнительных директоров в состав совета. В п.2 ст.66 ФЗ об АО дается указание, что в совет директоров может входить не больше одной четверти членов исполнительных органов общества¹¹.

Отдельной категорией директоров считаются независимые директора.

Вопрос определения члена совета директоров как независимого является очень неоднозначным. Так, например, в редакции от 3.07.2016 года ФЗ об АО и в более ранних редакциях можно встретить подход, и перечень критериев, согласно которым члена совета можно признать независимым. Согласно статье 83 ФЗ об АО, «в обществе с числом акционеров - владельцев голосующих акций более 1000 решение об одобрении сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, принимается советом директоров общества большинством голосов независимых директоров, не заинтересованных в ее совершении»¹². Для того, чтобы член совета директоров был признан независимым, необходимо, чтобы он соответствовал ряду параметров. Независимым признается член совета директоров, который не является единоличным исполнительным органом, не является исполнительным директором, не имеет родственных связей с членами исполнительных органов общества, а также является не аффилированным лицом¹³. Однако, в более поздних редакциях данного ФЗ, например, в последней редакции от 30.07.2017, была изменена формулировка независимого директора на лицо, незаинтересованное в совершении сделки. Стоит отметить, что параметры отнесения директора к независимым также изменялись и ужесточались со временем. Это выражалось в следующих изменениях. Во-первых, в редакции от 3.07.2016 был добавлен временной промежуток, равный одному году перед принятием решения, в течение которого член совета должен удовлетворять параметрам признания независимости. Во-вторых, был расширен перечень родственников, которые не должны занимать должности в исполнительных органах общества.

В исследовании, которое провели эксперты PwC, были рассмотрены вопросы, касающиеся практики подбора, номинирования и избрания членов совета директоров в российских публичных акционерных обществах. Кроме того, были затронуты вопросы изменения роли совета директоров и в отдельности роли независимых директоров с течением времени. Исследование показало, что значимость наличия в составе совета

¹¹ Там же.

¹² Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ (ред. от 03.07.2016): принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года: одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/cons/cgi/online.cgi?n=194915&from=194915-1481-diff&req=doc&base=LAW&rnd=0.532402038268466&ts=18989779490599358891352852#0>

¹³ Там же.

независимых директоров сильно усилилась. Доля независимых директоров в составе советов директоров самых крупных российских компаний варьируется в диапазоне от 9% до 86% от общего числа членов, входящих в совет, в 10% компаний было обнаружено отсутствие независимых директоров¹⁴.

1.2.2. Интеллектуальный капитал совета директоров

В работе [Hillman, Dalziel, 2003] говорится о роли капитала совета директоров при реализации им функции, связанной с предоставлением доступа к необходимым ресурсам. В [Hillman, Dalziel, 2003] высказывается мнение, что в работах, посвященных теории ресурсной зависимости, в которых роль совета директоров заключалась в предоставлении ресурсов, понятие капитала совета директоров, как таковое, не рассматривается, однако в данных работах анализируются такие понятия как опыт, знания, репутации и навыки членов совета директоров, что по сути является человеческим капиталом СД. Более того, в работах, посвященных изучению характеристик совета директоров, также рассматривались вопросы роли и значимости связей совета директоров с внешними стейкхолдерами, что представляет собой социальный капитал. Капитал совета директоров позволяет ему эффективно выполнять свои функции, связанные с предоставлением советов и консультированием, поддержанием репутации компании, предоставлением доступа к каналам коммуникаций и привилегированный доступ к поддержке со стороны важных внешних стейкхолдеров [Pfeffer, Salancik, 1978]. Далее в работе эти функции будут раскрыты более подробно.

Во-первых, интеллектуальный капитал совета директоров способствует повышению качества предоставляемых рекомендаций исполнительному аппарату компании, касательно направлений деятельности, что положительно сказывается на финансовой результативности фирмы [Westphal, 1999]. В состав совета директоров часто входят юристы, представители финансовых организаций, высшее руководство других фирм, политические деятели, государственные чиновники, а также другие директора, которые путем привнесения важного опыта и навыков, формируют человеческий капитал и способствуют предоставлению более качественных рекомендаций. Социальный капитал также положительно сказывается на качестве решений, принимаемых советом директоров. В работе [Carpenter, Westphal, 2001] было установлено, что члены совета директоров, имеющие связи с другими компаниями, получают доступ к стратегически важной

¹⁴ Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. – 2012. –Режим доступа: <http://www.oecd.org/daf/ca/RussiaCorporateGovernanceRoundtableNominationsurveyRussian.pdf> (дата обращения: 11.12.2017).

информации, что в свою очередь позволяет давать более полезные и обоснованные рекомендации.

Во-вторых, человеческий капитал совета директоров положительно отражается на качестве реализации им функции поддержания репутации компании. В работе [Certo, Daily, Dalton, 2001] высказывается мнение о том, что компании, чьи советы директоров включают представителей, обладающих большим опытом и репутацией, более успешны при первичном публичном размещении. Авторы констатируют факт, касательно того, что компании с более опытным советом директоров повышают результативность фирмы, в которой они выполняют функцию, связанную с поддержанием репутации. Пфедфер и Саланчик утверждают, что «представленность в совете директоров индивидов, обладающих престижем и репутацией, обеспечивают признание ценности и стоимости компании в глазах остального мира» [Pfeffer, Salancik, 1978]. Также стоит упомянуть работы, в которых затрагиваются вопросы роли социального капитала в эффективности поддержки репутации компании. Например, в [Bazerman, Schoorman, 1983] говорится о том, что репутация организации зависит как от того, кто присутствует в совете директоров, так и от того, с кем они связаны. В [Galaskiewicz, 1985] утверждается, что связи исполнительных директоров подтверждают статус организации.

В-третьих, капитал совета директоров способствует получению доступа к потоку информации между компанией и внешними, по отношению к ней, организациями. Капитал совета директоров, обеспечивающий получение актуальной и ценной информации, позволяет сокращать транзакционные издержки, связанные с неопределенностью внешней среды, и тем самым плодотворно отражается на ее результативности. [Hillman, Zardkoohi, Bierman, 1999] обнаружили, что, когда директора устанавливают связи с правительством США, ценность компании увеличивалась. Они пришли к выводу, что такие связи имеют потенциал для более открытого обмена информацией, а также возможность оказания воздействия на правительство, являющееся критическим источником неопределенности для многих фирм. Исследователи, занимающиеся вопросом изучения социального капитала совета директоров, также обнаружили, что наличие такого элемента социального капитала, как перекрестные директорские позиции (interlocking directorates) может играть важную роль в распространении информации между фирмами. Внешние связи исполнительных директоров также облегчают доступ к стратегической информации и возможностям. Проведенные эмпирические исследования показали, что внешние связи исполнительных директоров играют решающую роль в формировании будущей стратегии и последующей деятельности фирмы [Eisenhardt, Schoonhoven, 1996; Geletkanycz, Hambrick, 1997].

В-четвертых, капитал совета директоров может быть критически важным при реализации функции получения ресурсов и доступа к возможностям, таким как привлечение финансового капитала, оказание влияния на политические органы и на другие важные группы заинтересованных сторон, в том числе клиентов, поставщиков и прочих. Связи членов совета директоров позволяют фирмам получать доступ к источникам ресурсов часто на более выгодных условиях [Zald, 1969]. Исследование [Pfeffer, 1972] показало, что компании, советы директоров которых обладают социальным капиталом, выраженном в наличии связей между директорами рассматриваемой компании и советами компаний, оперирующих в среде, накладывающей наиболее серьезные ограничения на их деятельность, превосходили своих конкурентов, у которых такие связи отсутствовали. Компании часто приглашают важных клиентов, поставщиков стать представителями совета директоров, преследуя цель повышения их заинтересованности и вовлеченности. В [Pfeffer, 1972] подтвердилась гипотеза о наличии связи между присутствием финансовых представителей в совете с последующим привлечением финансового капитала.

В [Carpenter, Westphal, 2001] было обнаружено, что если компания обладает советом директоров, имеющим опыт и специализированные знания, позволяющие лучше понимать внутреннюю деятельность организации, то совет директоров лучше справлялся с функцией мониторинга. Навыки, опыт и знания членов совета директоров скорее всего будут оказывать воздействие на эффективность мониторинга деятельности генерального директора (CEO), оценку реализации стратегии, планирование смены генерального директора и вознаграждение топ-менеджмента. Советы директоров, у которых отсутствует соответствующий капитал не имеют возможности определить правильное направление деятельности компании и идентифицировать преемников, которые в ближайшее время придут на смену текущему CEO [Zald, 1969].

Одной из самых важных функций, реализуемых советом директоров, является определение стратегических направлений деятельности компании. Согласно [Marr, Gray, Neely, 2003] интеллектуальный капитал, являясь одним из источников конкурентного преимущества фирмы, позволяющего компании извлекать экономические ренты, играет центральную роль при формулировании стратегии компании. В связи с этим, ключевым вопросом при формулировании стратегии компании становится вопрос определения взаимосвязи между интеллектуальным капиталом, конкурентным преимуществом и результативностью [Marr, Gray, Neely, 2003]. В данной работе рассматривается один из источников интеллектуального капитала компании, а именно, интеллектуальный капитал членов совета директоров, выраженный в их профессиональных и личностных

характеристиках. Таким образом, представители совета директоров, обладая определенными знаниями, навыками, опытом и связями, вносят вклад в создание конкурентного преимущества компании и служат источником создания дополнительной ценности.

1.2.3. Структура интеллектуального капитала совета директоров

В данной выпускной квалификационной работе интеллектуальный капитал совета директор разделен на две составляющие, а именно человеческий и социальный капитал [Березинец, Гаранина, Ильина, 2017; Hillman, Dalziel, 2003]. Далее в работе будет более подробно рассмотрен каждый из элементов.

Человеческий капитал совета директоров

В работе [Hillman, Dalziel, 2003] человеческий капитал совета директоров определяется как опыт, знания и репутация членов совета директоров, который они приобретают в ходе своей профессиональной деятельности.

Согласно динамическому подходу, человеческий капитал совета директоров выражается в «способности совета директоров извлекать существующие и потенциальные экономические выгоды из знаний, опыта и навыков членов совета директоров, имманентно принадлежащих последним» [Березинец, Гаранина, Ильина, 2017]. В данном определении делается акцент на том, что человеческий капитал совета директоров заключается не просто в наличие определенных знаний и умений, а в возможности их грамотного и эффективного использования, направленного на повышение качества выполняемых советом функций и, соответственно, повышения результативности деятельности компании, в целом.

В работах, посвященных анализу человеческого капитала совета директоров и его взаимосвязи с показателями деятельности компании, выделяются различные элементы, составляющие человеческий капитал СД. В ходе анализа данных работ, можно прийти к выводу, что в целом все эти элементы можно свести в три категории, а именно, опыт, образование и знания.

Часто в качестве элемента человеческого капитала совета директоров исследователи выделяют срок пребывания в должности члена совета директоров (board tenure). Срок нахождения в должности директора отражает наличие у директора накопленных специфических для компании знаний и опыта. Логично предположить, что директора, которые дольше пребывают в должности члена совета директоров будут иметь больший опыт и будут аккумулировать больше специфических знаний, чем директора, обладающие меньшим сроком в данной должности. Согласно [Forbes, Milliken, 1999], специфические

знания о компании — это форма неявных и негласных знаний о компании о ее специфике, которые позволяют членам совета директоров эффективно решать стратегические вопросы, улучшать возможности касательно предоставления доступа к необходимым ресурсам (в форме советов и рекомендаций). Хиллман, Николсон и Шропшир также предположили, что степень приверженности совета директоров интересам компании обладает положительной взаимосвязью с предоставлением необходимых для компании ресурсов [Hillman, Nicholson, Shropshire, 2008].

В исследовании [Sundaramurthy, Pukthuanthong, Kor, 2014], целью которого являлось установления взаимосвязи между синергетическим эффектом человеческого капитала совета директоров и CEO и оценкой компании при выходе на IPO в отрасли биотехнологий, при моделировании, в качестве независимых переменных были использованы различные показатели опыта и знаний CEO и совета директоров, отражающие интеллектуальный капитал. В ходе исследования были получены следующие результаты. Во-первых, авторы обнаружили, что опыт CEO и совета директоров положительно взаимосвязан с результативностью IPO. Во-вторых, был сделан вывод, что специфический опыт в конкретной отрасли CEO и членов совета директоров имеет как положительную, так и отрицательную взаимосвязь в зависимости от возраста компании и ее результативности. В качестве одного из показателей, отвечающего за человеческий капитал совета директоров, было взято образование. В работе отмечается, что знания и способности критически оценивать и понимать условия внешней среды приобретают особую важность в наукоемких и высокотехнологичных отраслях, таких как фармацевтика, производство медицинского оборудования и других. При данных условиях, образование совета директоров может усилить способность эффективно определять и оценивать возможности и угрозы внешней среды. Более того, техническое образование членов совета директоров способствует пониманию производимого продукта и протекающих в отрасли процессов, а также позволяет адекватно оценить перспективы компании в данной отрасли. Также в работе рассматриваются такие элементы человеческого капитала, как опыт директоров и CEO, рассчитанный как количество компаний, в которых они занимали должность в совете директоров за всё время и опыт работы членов совета директоров в отрасли биотехнологий.

В работе [Haynes, Hillman, 2010], посвященной изучению роли капитала совета директоров в стратегических изменениях, происходящих в компании, человеческий капитал компании рассматривается с точки зрения его «широты» (breadth) и «глубины» (depth). Измерение человеческого капитала директоров с точки зрения его «широты»,

отражает различные грани его неоднородности, такие как образование, «функциональный и профессиональный бэкграунд», возраст, срок пребывания в должности и опыт работы в других отраслях. В работе утверждается, что более гетерогенные по составу советы, состоящие из директоров, обладающих разнообразным человеческим капиталом более творчески подходят к выполнению своих обязанностей и принимают эффективные решения. «Глубина» человеческого капитала совета директоров отражает вовлеченность его членов в деятельность компании и оценивается на основе опыта членов совета директоров в одной отрасли. В ходе проведения данного исследования авторы подтвердили предположения относительно направления взаимосвязи между «широтой» и «глубиной» человеческого капитала совета директоров и стратегическими изменениями. Во-первых, было обнаружено, что имеет место наличие положительной взаимосвязи между «широтой» капитала и стратегическими изменениями, такими как изменение масштабов и направлений деятельности. Этот вывод объясняется тем, что, несмотря на то, что все директора, вероятно, предполагают возможные последствия принятия того или иного решения, связанного с изменением стратегии, те члены СД, которые имеют непосредственный опыт работы в разных отраслях и компаниях, более склонны к принятию решений, результатом которых становятся значительные изменения в направлении деятельности компании. Второй вывод, говорит о том, что существует обратная взаимосвязь между «глубиной» человеческого капитала совета директоров и стратегическими изменениями. Авторы утверждают, что члены совета директоров с высокой степенью вовлеченности в деятельность компании и отсутствием опыта работы в других отраслях будут склонны придерживаться постоянной стратегии, не поощряя различные стратегические изменения.

Социальный капитал совета директоров

Центральное предположение, лежащее в основе теории социального капитала, состоит в том, что сети отношений обладают ценностью для компании. В работе [Nahapiet, Ghoshal, 1998] социальный капитал определяется как сумма фактических и потенциальных ресурсов, доступных и полученных из сети отношений, которыми обладает отдельный индивид или социальная группа. Таким образом, социальный капитал включает как сеть отношений, так и активы, которые могут быть мобилизованы через эту сеть.

В работе [Gabbay, Leenders, 1999] приводится следующее определение социального капитала: социальный капитал – это сумма неосозаемых (implicit) и материальных (tangible) ресурсов, доступных через индивидуальные связи, помогающих компании в достижении цели.

Согласно [Hillman, Dalziel, 2003] социальный капитал совета директоров определяется как совокупность связей членов СД с другими фирмами и внешней средой. Опираясь на определение, представленное в [Kim, Cannella, 2008], в работе [Barroso-Castro, Villegas-Periñan, Casillas-Bueno, 2016] социальный капитал совета директоров рассматривается в качестве нематериального актива, включающего как связи, так и потенциальные ресурсы, которые можно извлечь из этих связей.

Авторы работы [Березинец, Гаранина, Ильина, 2017] приводят следующее определение социального капитала совета директоров в рамках динамического подхода:

«Социальный капитал совета директоров компании — это способность совета директоров извлекать существующие и потенциальные экономические выгоды из ресурсов, источниками которых являются связи членов СД с внешними стейкхолдерами».

В работе [Barroso-Castro, Villegas-Periñan, Casillas Bueno, 2016] авторы придерживаются подхода, согласно которому социальный капитал совета директоров принято разделять на две составляющие, а именно, внутренний социальный капитал и внешний социальный капитал. В связи с этим, определение социального капитала будет варьироваться в зависимости от того, на чем делается акцент, на связях членов совета директоров с внешним миром (внешний социальный капитал) или межличностных связях между представителями внутри совета директоров (внутренний социальный капитал). Авторы данной работы задаются вопросом, каким образом взаимосвязь между внутренним и внешним социальным капиталом совета директоров отражается на финансовой результативности компании. Они предполагают, что способность совета директоров эффективно предоставлять доступ к необходимой для принятия правильных решений информации через связи членов совета директоров зависит от степени внутренней сплоченности его членов между собой.

Начало применения данной концепции положили работы [Adler, Kwon, 2002] и [Kim, Cannella, 2008]. Авторы работы [Kim, Cannella, 2008] проводят различие между внешним социальным капиталом или «мостиковой» (bridging) формой социального капитала и внутренним социальным капиталом, в их терминологии «связующей» (bonding) формой социального капитала. «Мостиковая» составляющая отвечает за связи с внешним миром, в то время как «связывающая» составляющая концентрируется на связях между людьми в коллективе (в частности, в совете директоров).

Большая часть исследований, посвященных изучению социального капитала совета директоров, фокусировалась на изучении и анализе внешних связей совета директоров, в то

время как роли внутреннего социального капитала совета директоров уделялось гораздо меньше внимания.

Внутренний социальный капитал совета, согласно мнению авторов работы [Barroso-Castro, Villegas-Periñan, Casillas Bueno, 2016] очень важен для эффективного функционирования компании, так как дружный и сплоченный совет директоров эффективнее выполняет свои функции. Также в работе отмечается, важность внешнего социального капитала совета директоров. Члены совета часто выбираются из-за их связей, поскольку они способствуют более эффективной реализации одной из главных функций совета директоров, связанной с предоставлением доступа к ресурсам.

Внешний социальный капитал совета директоров можно представить, как связи членов совета директоров с внешними стейкхолдерами и потенциальными источниками важных для организации ресурсов, которые могут быть получены посредством данных связей [Kim, 2005]. В связи с этим основная функция внешнего социального капитала заключается в установлении контактов с заинтересованными сторонами, являющимися важными для компании или обладающими необходимыми ресурсами.

Советы директоров, члены которых обладают большим количеством связей через членство в совете директоров других компаний, через занятие управленческих должностей в других компаниях, другими словами, имеют высокий уровень внешнего социального капитала обладают более быстрым доступом к критически важным ресурсам и более актуальной информации, что благоприятно отражается на финансовой результативности компании [Carpenter, Westphal, 2001; Tian et al., 2011]. Авторы [Kim, Cannella, 2008] утверждают, что, в случае турбулентных условий внешней среды, члены совета директоров должны преследовать цель создания как можно большего количества внешних связей, для того, чтобы сделать среду наиболее благоприятной и предсказуемой.

В работе [Barroso-Castro, Villegas-Periñan, CasillasBueno, 2016] авторы выделяют несколько положительных моментов, приносимых в компанию посредством наличия внешнего капитала совета директоров. Первое преимущество заключается в предоставлении доступа к необходимой информации и способам, через которые эту информацию можно получить. Например, компании могут снизить уровень неопределенности, связанную с внедрением новой стратегии, посредством информации, которую они получают от связей совета директоров с компаниями, которые уже имеют опыт реализации данной стратегии. Второй положительный момент связан с поддержкой со стороны важных для компании стейкхолдеров.

Директора могут образовывать связи различными способами, поскольку есть несколько источников внешнего социального капитала, таких как связи внешних директоров с компаниями, в которых они работают на основе полной занятости; связи членов совета директоров с компаниями, в которых они также заседают в совете директоров, другими словами занятость в советах директоров других компаний, наличие неформальных связей, выраженных в форме личных отношений директоров, а также перекрестные директорские позиции.

1.3. Социальный капитал совета директоров и его элементы

К элементам социального капитала СД, в частности, относят множественность директорских позиций и перекрестные директорские позиции. Эти элементы социального капитала совета директоров будут более подробно рассмотрены далее.

1.3.1. Множественность директорских позиций

Одним из элементов социального капитала совета директоров является множественность директорских позиций. Под множественностью в данном случае понимается совмещение членами СД директорских позиций в данной компании с позициями в СД других компаний [Березинец, Ильина, 2016]. Понятие множественности директорских позиций или, другими словами, занятости является достаточно неоднозначным. Во-первых, возникают вопросы, касательно того, как определить является ли директор занятым или нет. Во-вторых, существуют расхождения во мнениях, какую роль играет множественность в обеспечение результативности компании. В-третьих, необходимо определиться, есть ли различия в определении множественности директорских позиций и ее взаимосвязи с результативностью в зависимости от страновой принадлежности компании, особенностей ее структуры и деятельности.

Можно встретить различные подходы к определению директора как занятого. В работе [Core et al., 1999] высказывается мнение, согласно которому директора можно считать занятым, если он занимают три и более директорских позиций в советах директоров других компаний. Данный критерий отнесения директоров к категории занятых является достаточно распространенным в исследованиях, посвященных изучению множественности директорских позиций [Fich, Shivdasani, 2006; Ferris et al., 2003; Anderes, Van Den Bounard, Lehmann, 2013; Lee, Lee, 2014]. Также стоит отметить, что совет директоров считается занятым, если большинство его неисполнительных (внешних) директоров являются занятыми. В некоторых работах можно встретить критерий, согласно которому, как минимум 50% внешних директоров должны быть занятыми [Fich, Shivdasani, 2006; Anderes, Van Den Bounard, Lehmann, 2013 и другие].

Следующий вопрос, возникающий при изучении множественности директорских позиций, связан с тем, что можно отдельно рассматривать множественность внешних и внутренних директоров компании. Авторы большинства работ сходятся во мнении, что необходимо рассматривать исключительно множественность внешних директоров. Согласно [Fich, Shivdasani, 2006] именно внешние директора приносят репутационный капитал в компанию, поэтому рассмотрение множественности неисполнительных директоров является более приемлемым для анализа. Авторы [Lee, Lee, 2014] предполагают, что именно внешние директора играют ключевую роль в осуществлении функции мониторинга и контроля, следовательно, в вопросах изучения множественности необходимо рассматривать только множественность директорских позиций неисполнительных директоров. Однако, существует иное мнение. В работе [Liu, Paul, 2015] представлена точка зрения, согласно которой внутренние директора, играют важную роль, исполняя функции в качестве членов совета директоров, так и, что немало важно, в операционной деятельности компании. Авторы утверждают, что внутренние директора, являясь носителями человеческого капитала, выраженного в обладании специфическими знаниями о компании, которыми они должны делиться с внешними директорами с целью обеспечения эффективности функционирования совета директоров, оказывают определенное воздействие на результативность компании как через качество принимаемых ими решений, так и через информацию, которую они передают внешним директорам. Таким образом, авторы склоняются к позиции, что любое изучение множественности и ее взаимосвязи с результативностью, исключаяющее роль исполнительных директоров, будет неполным и нерелевантным.

Учитывая вышеупомянутые негативные последствия, с которыми могут столкнуться компании, назначающие директоров, совмещающих позиции в СД разных компаний, в состав совета, некоторые организации, изучающие проблематику корпоративного управления, предложили ввести ограничение на количество множественных директорских позиций. Так, в 1998 году Советом институциональных инвесторов было предложено ввести ограничение, согласно которому члены совета директоров могут одновременно занимать позиции в составе советов не более двух компаний. Менее жесткое ограничение, с максимальным числом позиций в размере трех, было установлено Национальной ассоциацией корпоративных директоров [Fich, Shivdasani, 2006].

В российском законодательстве нет точного количественного ограничения на число назначений членов совета директоров. С опорой на принцип ОЭСР, утверждающий, что «члены совета директоров должны быть в состоянии эффективно справляться со своими

обязанностями; членство в советах директоров слишком большого числа компаний может сказаться на эффективности работы», эксперты PwC утверждают, что при номинировании директора важно постоянно тщательно анализировать, какое воздействие на эффективность деятельности совета окажет членство директора в советах нескольких компаний. Согласно результатам, проведенного опроса на выборке 50 крупнейших российских публичных компаний, только лишь в 19% компаний формально введены ограничения на количество совмещаемых членами совета директоров позиций. Для компаний, входящих в индекс S&P 500, данное значение составило 74%¹⁵.

1.3.2. Перекрестные директорские позиции

Вторым элементом внешнего социального капитала, выделяемого в данной выпускной квалификационной работы, являются перекрестные директорские позиции или интерлокинг.

Интерпретация понятия «перекрестных директорских позиций» неоднозначна. В некоторых работах авторы склоняются к мнению, что перекрестные директорские позиции возникают, когда члены советов директоров как минимум двух различных компаний взаимно присутствуют в советах директоров одних и тех же компаний [Fich, White, 2005; Phan P. H., Lee S.H., Lau S. C., 2003; Santos, Silveira, Barros, 2012;]. Также существует подход, в котором перекрестные директорские позиции рассматривают как множественность, утверждая, что перекрестные директорские позиции возникают в случае, если как минимум две компании имеют общего члена совета директоров [Pombo, Gutiérrez, 2011; и другие]. Однако, эти интерпретации концептуально различаются, так как второе определение упускает особенность взаимного присутствия членов совета директоров.

Исследователи, занимающиеся изучением советов директоров и, в особенности, его социального капитала на протяжении долгого времени проявляли интерес к тому, какую же роль играет наличие перекрестных директорских позиций в создании ценности компании. Существует две важные концепции, объясняющие взаимосвязь перекрестных директорских позиций с результативностью компании, а именно, теория ресурсной зависимости [Pfeffer, Salancik, 1978] и теория агентских отношений [Jensen, Meckling, 1976].

¹⁵PricewaterhouseCoopers. 2012. Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. Исследование подготовлено для Круглого стола ОЭСР по Совету директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях. Исследование подготовлено для Круглого стола ОЭСР по корпоративному управлению в России 25-26 октября, Москва [Электронный ресурс]. <http://www.oecd.org/daf/ca/RussiaCorporateGovernanceRoundtableNominationsurveyRussian.pdf> (11.12.2017)

Согласно теории ресурсной зависимости роль совета директоров, заключается в обеспечение доступа к важным для компании ресурсам. Образуя внешние связи через перекрестные директорские позиции, компания получает доступ к критически важным ресурсам, в том числе и к информационным, что позволяет ей снизить уровень неопределенности, исходящий извне, представляющий собой угрозу для деятельности компании.

Также стоит упомянуть, концепцию «классовой гегемонии» (*class hegemony theory*), представленную в работе [Koenig and Gogel, 1981]. Авторы данной работе высказывают мнение о существовании внутриклассовой интеграции, целью которой является защита интересов членов определенной группы людей. Применяя данную теорию к совету директоров, авторы высказывают предположение, что на должность члена совета директоров номинируются кандидаты, обладающие похожими характеристиками и политическими взглядами, являющиеся представителями определенной элитной группы. Таким образом, перекрестные директорские позиции существуют для защиты интересов и увеличение благосостояния членов, входящих в данную группу.

Мотивы образования взаимных связей с другими директорами является достаточно спорным вопросом. Однако, существует ряд работ, авторы которых пытаются объяснить данное явление. В [Dooley, 1969] было обнаружено, что низкий уровень платежеспособности является стимулом, образования перекрестных директорских позиций с представителями советов директоров крупных банков. Автор объясняет данное явление следующим образом. Компания, находящаяся в трудном финансовом состоянии, получает преимущество доступа к необходимым финансовым ресурсам. В то же время, банк получает возможность дополнительного контроля за решениями, принимаемыми в компании.

Автор работы [Hallock, 1999] предполагает, что перекрестные директорские позиции более распространены среди компаний, между которыми существуют отношения клиент-поставщик, банк-заемщик и прочие.

В вопросах изучения перекрестных директорских позиций важно классифицировать различные их виды, так как, в зависимости от того, какая классификация используется, результаты будут разниться. Единого подхода не существует, авторы, учитывая цель своего исследования, достаточно часто предлагают свою «авторскую» классификацию. Например, в [Hallock, 1999] выделены следующие виды перекрестных директорских позиций. В основе данной категоризация, лежит принцип от частного к общему.

1. Перекрестные директорские позиции текущего CEO (chief executive officer) возникает в случае, если CEO обеих компаний, занимающие должность CEO в настоящий момент времени, взаимно присутствуют в совете директоров одинаковых компаний.
2. Перекрестные директорские позиции текущего работника возникает в ситуации, когда сотрудник первой компании, присутствует в совете директоров второй компании, и, в свою очередь, текущий сотрудник второй компании занимает должность в совете второй компании.
3. Перекрестные директорские позиции бывшего CEO возникает в случае, если ушедший в отставку CEO первой компании, присутствует в совете директоров второй компании, и, в свою очередь, ушедший в отставку CEO второй компании входит в совет директоров первой.
4. Перекрестные директорские позиции бывшего сотрудника возникает в случае, если ушедший в отставку сотрудник первой компании, присутствует в совете директоров второй компании, и, в свою очередь, ушедший в отставку сотрудник второй компании входит в совет директоров первой.
5. Перекрестные директорские позиции любого CEO возникает в случае, если текущий или ушедший в отставку CEO первой компании, присутствует в совете директоров второй компании, и, в свою очередь, текущий или ушедший в отставку CEO второй компании входит в совет директоров первой.
6. Перекрестные директорские позиции любого сотрудника возникает в случае, если текущий или ушедший в отставку сотрудник первой компании, присутствует в совете директоров второй компании, и, в свою очередь, текущий или ушедший в отставку сотрудник второй компании входит в совет директоров первой.

Выделение перекрестных директорских позиций бывших сотрудников и CEO, связано с тем, что, несмотря на то, что на настоящий момент они не могут оказывать никакого прямого влияния, они обладают знаниями и связями и тем самым могут косвенно воздействовать на компанию.

Авторы [Sanchez and Barroso-Castro, 2015] предполагают, что стоит отдельно рассматривать перекрестные директорские позиции как внутренних, так и внешних директоров, так как эти связи обладают своими особенностями.

Еще одна классификация представлена в работе [Phan P. H., Lee S.H., Lau S. C., 2003]. В данной классификации акцент делается на отраслевую принадлежность компаний, советы директоров которых обладают взаимными связями.

1. Внутриотраслевой интерлокинг существует между компаниями, ведущими деятельность в одной отрасли. Целью данного вида интерлокинга может выступать кооперация и координация действий.
2. Межотраслевой интерлокинг образовывается между компаниями, оперирующими в различных отраслях. Данный вид связей может возникать, к примеру, между компаниями, связанными отношениями клиент-поставщик.
3. Интерлокинг с регулирующими органами определяется как ситуации, когда представители менеджмента или совета директоров регулирующего органа присутствуют в совете директоров компании. Данный вид интерлокинга служит средством получения поддержки со стороны регулирующего органа.

Выводы по главе 1

В первой главе были рассмотрены вопросы, касающиеся как интеллектуального капитала компании, в целом, так и интеллектуального капитала совета директоров. В ней были представлены подходы к определению понятия интеллектуального капитала компании, рассмотрена его структура. В данной выпускной квалификационной работе был выбран подход, согласно которому совет директоров рассматривается как один из ключевых источников, создающий интеллектуальный капитал компании. В первой главе также были рассмотрены вопросы, затрагивающие роль совета директоров в системе корпоративного управления и его компетенции, а также подходы к анализу интеллектуальный капитал совета директоров. Особое внимание уделяется одной из его составляющих, а именно, социальному капиталу. и его элементам, таким как множественность директорских позиций и перекрестные директорские позиции.

ГЛАВА 2. ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

2.1. Подходы к определению и измерению финансовой результативности

Построение современной системы управления компанией невозможно без ответа на вопрос касательно того, что является первоочередной целью компании. Проблема определения цели, как отмечает М. Дженсен [Jensen, 2001], является дискуссионной в теории корпоративного управления. Можно выделить две точки зрения относительно того, что является целью существования компании. Согласно первому подходу основной целью компании является максимизация ценности фирмы в целом, как для поставщиков собственников капитала, так и для поставщиков заемного капитала. С точки зрения второго подхода, в основе которого находится теория заинтересованных лиц (stakeholders theory), предполагается, что компания существует не только для того, чтобы приносить выгоды инвесторам (собственникам и кредиторам), но и всем остальным заинтересованным лицам, к которым относятся работники, покупатели, поставщики, местное сообщество, правительство и другие.

Важным следствием из определения целевой функции фирмы является установление конкретных показателей результатов деятельности компании или их взаимосвязанной системы. В первом подходе измерителями результатов деятельности являются показатели, отражающие изменение (создание либо разрушение) ценности компании для инвесторов. Второй подход требует многокритериальной системы оценки эффективности. Классическим вариантом такой системы является сбалансированная система показателей — ССП (Balanced Scorecard — BSC).

Выбор конкретных показателей результативности деятельности компании позволяет дать ответ на вопрос о том, хорошо или плохо работала компания в отчетном периоде, была ли создана дополнительная выгода для акционеров.

Прежде чем описывать и сравнивать те или иные индикаторы результативности, нужно выяснить, в какой ситуации та или иная группа индикаторов является релевантной для организации.

Волков Д.Л. предполагает, что одним из главных критериев соответствия показателей результативности является стадия жизненного цикла компании. Таким образом, цель максимизации ценности для акционеров становится актуальной только на определенном этапе развития компании. В работе [Волков Д.Л., 2008] показатели результативности упорядочены в зависимости от необходимости учитывать долгосрочные перспективы и роста капиталоемкости бизнеса. Автор выделяет шесть стадий жизненного

цикла компании, для каждой из которых характерны различные цели и, соответственно, показатели, измеряющие результативность деятельности.

На первой стадии, для компаний, как правило, характерна низкая капиталоемкость, компания обладает небольшим количеством активов, и ориентация на долгосрочные перспективы не является первостепенной задачей. Основная цель компании на данном этапе – это «выживание». На этом этапе основными показателями результативности являются валовая прибыль, операционный денежный поток и рентабельность продаж. На следующей стадии, по мере роста и развития компании, целью является решение задачи самоокупаемости; компания должна стремиться не просто к получению операционной прибыли, а к ее росту. На третьем и четвертом этапах жизненного цикла целью компании является финансирование деятельности из собственных средств и достижение устойчивого роста, в связи с этим важными показателями для компании становятся показатель чистой прибыли, величина чистого денежного потока и рентабельности активов. Начиная с пятого этапа жизненного цикла компании, когда компания достигает определенного уровня капиталоемкости и всё чаще ориентируется на долгосрочные перспективы, на первый план выходит цель создания ценности для акционеров. На этом этапе традиционные бухгалтерские показатели не отражают создание дополнительной ценности для акционеров. Получение прибыли и даже ее рост являются необходимым, но не достаточным условием для создания дополнительной ценности для акционеров. На этом этапе компании следует ориентироваться на такие показатели как остаточная чистая прибыль, экономическая добавленная стоимость и другие.

В данной выпускной квалификационной работы был выбран подход, согласно которому показатели результативности будут разделяться на традиционные бухгалтерские показатели и показатели, используемые в теории ценностно-ориентированного менеджмента (value-based management, VBM).

2.1.1. Традиционные бухгалтерские показатели

В бухгалтерском подходе для оценки финансового результата деятельности организации чаще всего применяют различные показатели прибыли и рентабельности. Далее будут рассмотрены некоторые из этих показателей.

1. Выручка до вычета процентов, налогов и амортизации (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization - EBITDA)

Показатель EBITDA — прибыль до уплаты процентов налогов и амортизации. Данный показатель дает возможность оценить прибыль организации без влияния размера

инвестиций (амортизация), долговой нагрузки (проценты) и режима налогообложения (налог на прибыль).

Преимуществом данного показателя выступает то, что с его помощью можно сравнить различные предприятия, при этом не имеет значения величина инвестиций, способ начисления амортизации, долговая нагрузка и сумма начисленного налога.

EBITDA является широко используемым показателем результативности для оценки стоимости компании, а также для установления величины вознаграждения менеджмента. Стоит отметить, что довольно часто компании склонны представлять данный показатель в наиболее позитивном свете. Показатель EBITDA не отражает некоторые расходы, что приводит к ошибочным суждениям по поводу результативности компании, измеренной с помощью данного показателя. Наиболее значимым расходом, который не отображается в показателе EBITDA, является амортизация. Таким образом, данный показатель не предоставляет информации о потребности компании в инвестициях. Кроме того, компании, имеющие большие амортизационные отчисления, склонны более охотно использовать данный показатель, завышая свой финансовый результат. В исследовании [Rozenbaum, 2017] утверждается, что менеджеры, вознаграждение которых привязано к величине EBITDA, склонны осуществлять чрезмерные необоснованные инвестиции, а также привлекать излишнее долговое финансирование, так как величина расходов по выплате процентов, также опускается при расчете показателя EBITDA.

Таким образом, рекомендуется использовать данный показатель для оценки вместе с другими показателями, например, с показателем EBIT (earnings before interest and taxes), который показывает результат организации без учета выплаты процентов по кредитам и налогов, но при этом учитывает сумму амортизации.

2. Рентабельность активов (return on assets - ROA)

Отчеты о прибылях и убытках дают возможность оценить результативность компании в абсолютных выражениях, однако, не менее значимым являются оценки результативности в относительном выражении, такие как показатели рентабельности. Можно выделить две основные группы коэффициентов рентабельности. Первая группа отражает доходность с точки зрения инвесторов, то есть по отношению к собственному капиталу или с точки зрения компании в целом, то есть относительно совокупных активов компании. Вторая группа показывает доходность относительно совокупных продаж.

Рентабельность активов является мерой операционной результативности. Рентабельности активов дает возможность оценить эффект, который генерируют активы компании вне зависимости от источника их финансирования. Ниже представлена общая формула для расчета рентабельности активов

$$ROA_t = \frac{EBIT_t * (1 - Tax)}{A_t}, \quad (1)$$

где $EBIT_t$ - прибыль до уплаты процентов и налогов за период t , Tax – налоговая ставка, A_t – балансовая стоимость активов в момент времени t .

Можно выделить несколько вариаций показателя ROA в зависимости от базы расчета величины активов, а именно, ROTA (return on total assets), RONA (return on net assets) и RNOA (return on net operational assets). В расчете показателя ROTA используется величина совокупных активов компании (total assets); в расчете RONA в качестве базы используется величина чистых активов (net assets), финансируемых с помощью платных источников; в расчете RNOA используются чистые операционные активы (net operational assets), то есть активы, финансируемые за счет собственного капитала и чистых финансовых обязательств¹⁶.

Преимуществом данного показателя является то, что он дает более «чистую» оценку истинной доходности активов, за счет разделения результатов финансовой и операционной деятельности¹⁷.

Одним из недостатков данного показателя является то, что он позволяет сравнивать результативность компаний, оперирующих в одной отрасли, так как для разных отраслей характерна различная величина активов.

3. Рентабельность собственного капитала (return on equity - ROE)

Рентабельность собственного капитала отражает доходность инвесторов в собственный капитал компании.

В общем случае ROE можно вычислить, используя следующую формулу:

$$ROE_t = \frac{NI_t}{E_t}, \quad (2)$$

¹⁶ Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков. – СПб. : Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. – 320 с.

¹⁷ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / А. Дамодаран. – 5-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.

где NI_t – чистая прибыль за период t , E_t – балансовая стоимость собственного капитала в момент времени t .

Также показатель ROE может быть рассчитан по следующей формуле, которая отражает более наглядное представление о драйверах рентабельности собственного капитала.

$$ROE_t = ROC_t + \frac{D_t}{E_t} * (ROC_t - i * (1 - Tax)), \quad (3)$$

где ROC_t – доходность капитала, D/E_t – финансовый леверидж; i – процентная ставка по заемным средствам, Tax – налоговая ставка.

Поскольку при расчете ROE в качестве базовой используется прибыль за вычетом процентных платежей, на данный показатель оказывает влияние соотношение заемных и собственных средств, используемых для финансирования деятельности компании. Из этой формулы следует, что компания, которая использует заемные средства для финансирования и обладает отдачей от капитала, превышающей процентную ставку по этим заемным средствам, способна повысить рентабельность собственного капитала и соответственно доходность вложенных акционерами инвестиций.

Использование данного показателя имеет некоторые недостатки. Одним из недостатков данного показателя при оценке результативности компании является то, что значение данного показателя может быть завышено, если компания по большей части финансируется за счет заемного капитала. Такая структура капитала оказывает отрицательное влияние на финансовую устойчивость. Со стороны кредитора, резкое увеличения коэффициента финансового левериджа, который выражается как соотношение долга к собственному капиталу, часто воспринимается негативно. В подобной ситуации рейтинговые агентства, такие как Moody's и Standard & Poors Corporation, обычно присваивают ценным бумагам таких компаний низкий рейтинг. Хотя, со стороны собственников, увеличение коэффициента рентабельности собственного капитала воспринимается положительно¹⁸.

2.1.2. VBM – показатели

В зависимости от базы расчета можно выделить три группы VBM- показателей. В первую группу показателей включаются показатели результативности, в основе расчета

¹⁸ Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. – М. : Вильямс, 2007. – 592 с.

которых лежат бухгалтерские оценки. К данной группе относятся показатели остаточной прибыли (residual income – RI), экономической добавленной стоимости (economic value added – EVA), рыночной добавленной стоимости (market value added – MVA). Ко второй группе относятся показатели результатов деятельности, основанные на денежных потоках, такие как денежная рентабельность инвестиций (cash flow return on investment — CFROI), чистый экономический доход (net economic income – NEI), добавленная акционерная стоимость (shareholder value added – SVA). К последней группе относятся показатели, в базе расчета которых лежат рыночные оценки.

1. Остаточная прибыль (Residual Income – RI)

Остаточная прибыль может быть определена как бухгалтерская прибыль за исключением затрат на капитал. Существует две модификации данного показателя, а именно, остаточная операционная прибыль (residual operating income - ReOI) и остаточная чистая прибыль (residual earnings – RE). Данные показатели отличаются в зависимости от того, что используется в качестве базы расчета прибыли и как определяются инвестиции. В случае, если в качестве базы расчета используется чистая прибыль, то показатель остаточной чистой прибыли рассчитывается за вычетом затрат на собственный капитал; если используется операционная прибыль, то исключаются затраты на весь капитал компании.

$$ReOI_t = EBI_t - k_W * NA_{t-1}, \quad (4)$$

где EBI_t – прибыль до уплаты процентов, за вычетом налогов за период t , k_W – средневзвешенные затраты на капитал, NA_{t-1} – балансовая стоимость чистых активов организации в момент времени $(t-1)$.

$$RE_t = NI_t - k_E * E_{t-1}, \quad (5)$$

где NI_t – чистая прибыль за период t , k_E – затраты на собственный капитал, E_{t-1} – балансовая стоимость собственного капитала в момент времени $(t-1)$.

2. Экономическая добавленная стоимость (Economic Value Added – EVA)

Показатель экономической добавленной стоимости представляет собой разновидность показателя остаточной прибыли. Под экономической добавленной стоимостью также понимается разница между бухгалтерской прибылью и затрат на капитал, однако, разница заключается в том, что при расчете EVA производятся

корректировке обеих составляющих на капитальные эквиваленты¹⁹. Волков Д.Л., выделяет такие капитальные эквиваленты как величина отложенного налога на прибыль, резерв ЛИФО и прочие.

$$EVA_t = NOPAT_t - k_W * CI_{t-1}, \quad (6)$$

$NOPAT_t$ – чистая операционная прибыль после уплаты налога за период t , k_W – средневзвешенные затраты на капитал, CI_{t-1} – величина инвестированного капитала в момент времени $(t-1)$.

Данный показатель был разработан и зарегистрирован как товарный знак компанией Stewart & Co, и на данный момент является одним из наиболее популярных показателей, используемый для измерения результативности компаний. Согласно [Chen S., Dodd J., 1997] одной из основных причин популярности EVA является его активное продвижение и реклама крупными компаниями, такими как AT&T, Coca-Cola и другими. Многие компании продолжают применять данный показатель, несмотря на критику по поводу его обоснованности и надежности²⁰.

Одним из преимуществ использования данного показателя является то, что менеджеры, чье вознаграждение основывается на величине показателя EVA, принимают решения, направленные на повышение эффективности использования активов. Объясняется это тем, что, для того, чтобы увеличить величину EVA необходимо обеспечить повышение прибыли или сократить затраты на капитал.

Однако, применение EVA для оценки результативности и мотивирования менеджмента является достаточно несет в себе большой риск. Риск заключается в том, что менеджмент, добиваясь роста EVA, в то же время могут принимать решения, разрушающие стоимость компании. Система вознаграждения менеджмента, основанная на EVA, стимулирует менеджмент сократить инвестированный капитал. Однако, данное решение может обладать как позитивным, так и негативным воздействием на стоимость компании. С одной стороны, менеджмент может не осуществлять инвестиции или производить дивестиции из активов, которые не генерируют дополнительной стоимости, что положительно отражается на стоимости компании. С другой стороны, менеджмент может

¹⁹ Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков. – СПб. : Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. – 320 с.

²⁰ Там же.

не инвестировать дополнительные средства в активы, которые потенциально обладают дополнительной ценностью, с целью сокращения затрат на капитал и повышения EVA²¹.

3. Коэффициент Тобина (*Tobin Q*)

Широкую популярность среди рыночных показателей результативности компании приобрел коэффициент Тобина. Данный показатель был предложен Джеймсом Тобином как альтернатива традиционным показателям результативности. Суть данного показателя заключается в сравнение рыночной стоимости активов со стоимостью замещения установленных активов²².

Данный показатель используется авторами для решения широкого ряда задач. Авторы [Jose, Nichols, Stevens, 1986] применяли коэффициент Тобина с целью объяснить кросс-секционные различия в инвестициях и решениях по поводу диверсификации деятельности компаний. В работе [McConnell and Servaes, 1990] анализировалась взаимосвязь между участием менеджмента в акционерном капитале и стоимостью компании, измеренной при помощи коэффициента Тобина.

Сложность применения данного показателя заключается в сложности его расчета. Существуют различные формулы для расчета коэффициента Тобина. Например, авторы [Lindberg and Ross, 1981] приводят формулу для расчета представленную ниже.

$$Tobin\ Q = \frac{PREFST + VCOMS + LTDEBT + STDEBT - ADJ}{TOTASST - BKCAP + NETCAP}, \quad (7)$$

где PREFST – ликвидационная стоимость привилегированных акций компании, VCOMS – величина, рассчитываемая как произведение общего числа обыкновенных акций компании и их стоимости на конец года, LTDEBT – величина долгосрочных обязательств, STDEBT – величина краткосрочных обязательств, ADJ – величина текущих активов, TOTASST – балансовая стоимость совокупных активов, BKCAP – балансовая стоимость акционерного капитала, NETCAP – стоимость акционерного капитала с поправкой на инфляцию.

Аторы работы [Chung Pruitt, 1994] предлагают альтернативу для расчета коэффициента Тобина, указывая на то, что механизм расчета Линдберга и Росса является чрезмерно усложненным и не применим на практике даже опытными аналитиками. Авторы

²¹ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / А. Дамодаран. – 5-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.

²² Там же.

предложили следующий упрощенный вариант вычисления приближенного коэффициента Тобина:

$$Tobin\ Q_t = \frac{MVE_t + DEBT_t}{A_t}, \quad (8)$$

где MVE_t — размер капитализации компании в момент времени t ; $DEBT_t$ — размер долгосрочных и краткосрочных обязательств; A_t — балансовая стоимость совокупных активов.

По значению коэффициента Тобина можно судить об эффективности управленческих решений. При расчете данного показателя используется балансовая стоимость совокупных активов компании, имеющихся у компании и оцененных по справедливой стоимости. Под этой величиной понимается, то, что принадлежит акционерам компании и останется у них в случае ликвидации компании. Стоит отметить, что в балансовой стоимости активов не находят отражения некоторые нематериальные активы, такие как деловая репутация компании, человеческий и социальный капитал сотрудников и другие. Однако данные активы имеют важное значения для компании, так как обеспечивают ее конкурентное преимущество. Оценка этих нематериальных активов, неучтенных в балансе, отражается в рыночной стоимости компании. Таким образом, в случае, если числитель формулы превышает знаменатель, то рынок оценивает компанию выше справедливой стоимости ее активов, что говорит о том, что компания обладает дополнительными активами, которые являются ценными с точки зрения рынка.

2.2. Взаимосвязь между социальным капиталом совета директоров и результативностью деятельности компании

В ряде исследований было обнаружено, что имеет место обратная взаимосвязь между множественностью директорских и результативностью компании. В то же время результаты некоторых исследований свидетельствуют о том, что член СД, одновременно занимающий несколько позиций в СД других компаний, лучше реализует функцию поддержания репутации компании и консультирования менеджмента. Согласно [Ferris et al., 2003] назначение директора, совмещающего позиции в разных СД, является хорошей новостью для акционеров, подразумевая, что опыт и репутация таких директоров выгодна для компании.

С точки зрения гипотезы «репутации» множественность директорских позиций отражает репутацию директора и свидетельствует о его компетентности. Авторы работы [Fama, Jensen, 1983] утверждают, что рынок служит важным стимулом для внешних

директоров, поощряя их занимать несколько постов в качестве члена совета директоров, укрепляя тем самым свою репутацию. Логика данной гипотезы заключается в следующем: если директор занимает одновременно посты в советах директоров разных компаний, то он является востребованным специалистом, востребованность директора вытекает из эффективности осуществления наложенных на него обязательств, в частности, осуществления функции мониторинга и контроля, таким образом, предполагается, что включение в состав совета директоров занятого директора окажет положительное воздействие на эффективность деятельности совета директоров, качество принимаемых им решений и ценность компании в глазах рынка, в целом. Существует большое число работ, подтверждающих данное предположение. Например, авторы [Lowry, Mkrtchyan, 2013] обнаружили, что занятые советы директоров — достаточно распространенная практика среди компаний, осуществляющих IPO, объясняя этот факт тем, что занятые директора являются хорошими консультантами и способствуют повышению ценности компании. В работе [Ferris et al., 2003] было доказано, что компании, впервые назначающие занятого директора в совет директоров, получают высокий сверхдоход. Эти исследования показывают, что включение в совет директоров, имеющих множественные директорские позиции, соответствует интересам акционеров. Однако, данный результат не является бесспорным, так как, будет ли занятость совета положительно коррелировать с результативностью компании, зависит от большого числа особенностей как компании, так и ее внешней среды. Так, например, в работе [Lee, Lee, 2014] делается предположение, что выгоды и издержки включения в состав совета занятых директоров обусловлены характеристиками компании. Было обнаружено, что прямую взаимосвязь между ценностью компании и занятостью совета директоров можно обнаружить в компаниях, испытывающих потребность в консультировании; компаниях, с высокой потребностью во внешнем финансировании. Более того, авторы полагают, что данные положительные эффекты, приносимые занятыми директорами, более ярко выражены в развитых странах, в которых существует сильная система защиты прав акционеров, а также в публичных компаниях.

Второй гипотезой, с помощью которой объясняется роль множественности директорских позиций в создании ценности компании, является гипотеза занятости. Приверженцы гипотезы занятости склоняются к мнению, что занятый директор, одновременно присутствующий в советах директоров нескольких компаний, становится перегруженным столь обширными обязанностями в разных советах и не способен эффективно выполнять свои функции, что негативно отражается на результативности

компании. Такие директора начинают уклоняться от своих обязательств, например, реже присутствуют в важных для компании комитетах, таких как комитет по аудиту и комитет по вознаграждениям [Ferris et al., 2003]. Фирмы с занятыми советами директоров, в которых большинство внешних директоров занимают три и более постов в качестве членов совета в других компаниях, ассоциируются со слабым корпоративным управлением. Эти компании демонстрируют более низкие рыночные показатели результативности, и низкую чувствительность смены CEO относительно результатов его работы. Стоит отметить, что в некоторых случаях уход занятых директоров генерирует положительную сверх доходности [Fich, Shivdasani, 2006].

Автор работы [Beasley, 1996] утверждает, что вероятность совершения манипуляций с бухгалтерской отчетностью положительно связана с множественностью директорских позиций членов совета директоров данной компании. В другой работе, посвященной изучению проблематики занятости [Core, Holthausen, Larcker, 1999] высказывается мнение, что занятые директора устанавливают чрезмерно высокие уровни вознаграждения CEO, что не всегда коррелирует с качеством выполняемой им работой, что в свою очередь, приводит к низкой результативности.

В таблице 1 представлен обзор исследований взаимосвязи социального капитала СД с результативностью компании.

Обзор исследований взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний

№	Авторы исследования	Выборка компаний	Используемый(е) показатель(и) финансовой результативности	Полученные результаты
1	Andreas et al, 2013	133 немецких компаний в период с 2003-2006 гг.	Коэффициент Тобина	Статистически незначимая взаимосвязь
2	Elyasiani, Zhang, 2015	116 американских банков в период с 2001-2010 гг.	Рентабельность активов; Рентабельность капитала; Коэффициент Тобина	Прямая взаимосвязь
3	Cashman, Gillan, Jun, 2012	Американские компании, включенные в индекс S&P 500 и не включенные в данный индекс в период с 1999-2008 гг.	Рентабельность активов; Оборачиваемость активов; Рентабельность продаж; Коэффициент Тобина	Обратная взаимосвязь Прямая взаимосвязь
4	Fich E., Shivdasani A., 2006	508 крупнейших американских компаний, вошедших в Forbes 500 в период с 1989-1995 гг.	Рентабельность активов; Оборачиваемость активов; Рентабельность продаж; Коэффициент Тобина	Обратная взаимосвязь Статистически незначимая взаимосвязь

Таблица 1 (продолжение)

Обзор исследований взаимосвязи занятости и финансовой результативности компаний

№	Авторы исследования	Выборка компаний	Используемый(е) показатель(и) финансовой результативности	Полученные результаты
5	Lee K., Lee C., 2014	1428 компаний из шести стран Восточной Азии в период с 2001-2007 гг.	Коэффициент Тобина	Обратная взаимосвязь
6	Liu C., Paul D.L., 2015	Компании, входящие в индекс S&P 1500 в период с 1998-2011 гг.	Коэффициент Тобина Рентабельность активов	Обратная взаимосвязь
7	Field L., Lowry M., Mkrtychyan A., 2013	1099 компаний в период с 1996-2008 гг.	Соотношение рыночной и балансовой стоимости; Рентабельность продаж	Прямая взаимосвязь

2.3. Формулирование гипотез исследования

Исследования, в которых анализируется взаимосвязь между множественностью директорских позиций и результативностью компании достаточно разнообразны. Используемые в работах показатели результативности основываются как на бухгалтерских, так и на рыночных оценках. В ряде работ в качестве результативности, используется операционная результативность компании, измеренная с помощью рентабельности активов. Одним из показателей, который довольно часто используется исследователями для оценки рыночной результативности, является коэффициент Тобина.

В ряде работ было обнаружено, что существует прямая взаимосвязь между числом директорских позиций в СД других компаний, занимаемых членами СД, и коэффициентом Тобина [Elyasiani, Zhang, 2015; Cashman, Gillan, Jun, 2012]. Такое направление взаимосвязи может быть объяснено с позиции теории ресурсной зависимости [Pfeffer, Salancik, 1978], согласно которой роль совета директоров, заключается в обеспечение доступа к важным для компании ресурсам. Образуя связи через совмещение позиций в нескольких СД, член СД выступает в роли проводника критически важных для компании ресурсов. Наличие членов СД, занимающих позиции в СД других компании, позволяет ей получать доступ к необходимым ресурсам, а также, что немало важно, к информации, что позволяет принимать эффективные решения, направленные на повышение результативности. В работе [Elyasiani, Zhang, 2015] авторы предполагают, что члены СД, занимающие позиции в СД различных компаний, способны лучше осуществлять функцию мониторинга и консультирования менеджмента, так как через занятие позиций в СД разных компаний они аккумулируют полезные знания, опыт и информацию, что положительно отражается на реализации указанных функций, что в свою очередь позитивно отражается на результативности компании, измеренной с помощью коэффициента Тобина. Таким образом, на основе анализа исследований взаимосвязи множественности директорских позиций с коэффициентом Тобина была сформулирована следующая гипотеза:

Гипотеза 1: Имеет место прямая взаимосвязь между числом директорских позиций в СД других компаний, занимаемых членом СД в текущий момент времени и коэффициентом Тобина.

Перейдем у обсуждения результатов исследований, в которых в качестве зависимой переменной использовался показатель операционной результативности, а именно, рентабельность активов. Ряд исследователей пришли к выводу, что имеет место обратная взаимосвязь между числом директорских позиций в СД других компаний, занимаемых членами СД, и рентабельностью активов [Liu et al., 2015; Fich, Shivdasani, 2006; Core,

Holthausen, Larcker, 1999]. Такой результат согласуется с предположениями гипотезы «занятости». Согласно данной гипотезе, члены СД, совмещающие должности в СД других компаний, не способны эффективно и добросовестно выполнять свои полномочия, что негативно отражается на рентабельности активов. В работе [Liu et al., 2015] была установлена обратная взаимосвязь между рентабельностью активов и средним числом директорских позиций, занимаемых членом СД в СД других компаний. Авторы данной работы утверждают, что негативные эффекты, возникающие при совмещении членом СД должностей в СД других компаний, связанные с перегруженностью директора работой в СД других компаний, превышают выгоды от такого совмещения. На основе анализа данных работ была сформулирована следующая гипотеза исследования:

Гипотеза 2: Имеет место обратная взаимосвязь между числом директорских позиций в СД других компаний, занимаемых членом СД в текущий момент времени, и рентабельностью активов.

Отметим, что, анализируя множественность директорских позиций, можно рассматривать как число позиций в СД других компаний, занимаемых членами СД в настоящее время, так и число директорских позиций, которые члены СД занимали в прошлом до настоящего момента.

В данной работе предполагается, что связи, которые член СД установил в прошлом, через членство в СД других компаний, в настоящее время обладают ценностью для компании, так как обеспечивают доступ к необходимым ресурсам, в частности, к информационным. Данная позиция согласуется с предположениями ресурсной концепции. Более того, наличие должностей в СД других компаний, занимаемых членом СД в прошлом, говорит о наличии определенного опыта у такого директора, как опыта работы в СД, так и опыта работы в различных отраслях. Основываясь на подобных рассуждениях, были выдвинуты следующие гипотезы:

Гипотеза 3: Имеет место прямая взаимосвязь между числом директорских позиций в СД других компаний, занимаемых членом СД, занимаемых членами СД за последние 5 лет до момента времени t , и рентабельностью активов.

Гипотеза 4: Имеет место прямая взаимосвязь между числом директорских позиций в СД других компаний, занимаемых членом СД, занимаемых членами СД за последние 5 лет до момента времени t , и коэффициентом Тобина.

Выводы по главе 2

Во второй главе был представлен обзор показателей, характеризующих финансовую результативность, рассмотрены вопросы применимости показателей в зависимости от этапа жизненного цикла компании. В выпускной квалификационной работе в качестве показателя финансовой результативности были выбраны два показателя. Один из показателей базируется на бухгалтерских оценках и отражает операционную результативность, другой основывается на рыночных оценках и отражает рыночные ожидания. В качестве бухгалтерского показателя был выбран показатель рентабельности активов, в качестве рыночного — коэффициент Тобина. Кроме этого, в данной главе были проанализированы работы, в которых затрагивается проблематика взаимосвязи социального капитала совета директоров и результативности компании, измеренной различными способами. На основе анализа данных работ были сформулированы четыре гипотезы исследования.

ГЛАВА 3. ИССЛЕДОВАНИЕ ВЗАИМОСВЯЗИ СОЦИАЛЬНОГО КАПИТАЛА СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ И ФИНАНСОВОЙ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ КОМПАНИИ

3.1. Методология исследования

Для проведения эмпирического исследования, целью которого является установление взаимосвязи между социальным капиталом членов совета директоров и результативностью деятельности компании, использовалась многофакторная регрессионная модель вида:

$$Performance_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 MULTI_{i,t} + \beta_2 GOV_{i,t} + \beta_3 FIN_{i,t+1} + u_{i,t}, \quad (9)$$
$$i = 1, \dots, N; t = 2010, \dots, 2014.$$

В качестве зависимой переменной, характеризующей результативность компании ($Performance_{i,t+1}$), были использованы два показателя, отражающие как операционную, так и рыночную результативность, такие как рентабельность активов и коэффициент Тобина, соответственно.

В регрессионную модель (9) были включены переменные, отражающие структуру совета директоров компании, данная группа переменных входит в вектор GOV_{it} , размерности $(k \times 1)$. В вектор FIN_{it} , размерности $(m \times 1)$, были включены переменные, которые согласно большому числу исследований определяют финансовое состояние компании. Эти переменные являются элементами базовой модели.

Данная выпускная квалификационная работа фокусируется на одном из элементов социального капитала членов совета директоров, а именно, на множественности директорских позиций. В вектор $MULTI_{i,t}$, имеющий размерность $(n \times 1)$ были включены различные модификации показателей, характеризующих множественность директорских позиций. Отметим, что множественность директорских позиций была проанализирована как в совокупности, так и по разным категориям директоров, а именно, по исполнительным, неисполнительным и независимым. Дополнительно была изучена множественность директорских позиций членов СД, являющихся членами СД дочерних компаний, по отношению к рассматриваемой.

Все переменные, включенные в модель, имеют индекс it , который указывает, что данная информация измеряется для каждой компании i в момент времени t . Причем, $t = 2010, \dots, 2014$, включительно. В модели (9) β_0 — неизвестная скалярная величина, $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ — векторы неизвестных параметров размерности $(1 \times n)$, $(1 \times k)$ и $(1 \times m)$ соответственно. u_{it} — случайная величина, характеризующая неучтенные в модели факторы.

В таблице 2 представлено описание всех переменных, включенных в модель.

Описание переменных

Переменная	Описание
1	2
Зависимые переменные	
TOBIN $Q_{i,t+1}$	<p>Коэффициент Тобина — рыночный показатель результативности, отражающий финансовую результативность компании. Для расчета данного показателя была использована упрощенная формула, представленная в работе [Chung, Pruitt, 1994].</p> $Tobin\ Q_{i,t+1} = \frac{MVE_{i,t+1} + DEBT_{i,t+1}}{TA_{i,t+1}}, \quad (10)$ <p>где $MVE_{i,t+1}$ — размер капитализации компании i в момент времени $(t+1)$; $DEBT_{i,t+1}$ — размер долгосрочных и краткосрочных обязательств за вычетом текущих активов i – й компании в момент времени $(t+1)$; $TA_{i,t+1}$ — балансовая стоимость совокупных активов i – й компании в момент времени $(t+1)$.</p>
ROA $_{i,t+1}$	<p>Рентабельность активов — бухгалтерский показатель результативности компании.</p> $ROA_{i,t+1} = \frac{OI_{i,t+1}}{TA_{i,t+1}}, \quad (11)$ <p>где $OI_{i,t+1}$ — операционная прибыль i – й компании в момент времени $(t+1)$; $TA_{i,t+1}$ — балансовая стоимость совокупных активов i-й компании в момент времени $t+1$.</p>
Независимые переменные	
Переменные, включенные в вектор $MULTI_{i,t}$	
MULTI_NOW $_{i,t}$	Среднее число позиций, занимаемых членами СД исходной компании в СД других компаний в момент времени t
MULTI_LAST $_{i,t}$	Среднее число позиций, занимаемых членами СД исходной компании в СД других компаний за последние пять лет до момента времени t
EXEC_MULTI_NOW $_{i,t}$	Среднее число позиций, занимаемых исполнительными членами СД исходной компании в СД других компаний в момент времени t
EXEC_MULTI_LAST $_{i,t}$	Среднее число позиций, занимаемых исполнительными членами СД исходной компании в СД других компаний за последние пять лет до момента времени t

Описание переменных

Переменная	Описание
NONEXEC_MULTI_NOW _{i,t}	Среднее число позиций, занимаемых неисполнительными членами СД исходной компании в СД других компаний в момент времени t
NONEXEC_MULTI_LAST _{i,t}	Среднее число позиций, занимаемых неисполнительными членами СД исходной компании в СД других компаний за последние пять лет до момента времени t
INDEP_MULTI_NOW _{i,t}	Среднее число позиций, занимаемых независимыми членами СД исходной компании в СД других компаний в момент времени t
INDEP_MULTI_LAST _{i,t}	Среднее число позиций, занимаемых независимыми членами СД исходной компании в СД других компаний за последние пять лет до момента времени t
SUB_MULTI_NOW _{i,t}	Доля директоров, занимающих должности в СД других компаниях в момент времени t, являющихся членами СД дочерних, по отношению к рассматриваемой, компаний
SUB_MULTI_LAST _{i,t}	Доля 3 директоров, занимавших должности в СД других компаниях в течении последних пяти лет до момента времени t, являющихся членами СД дочерних, по отношению к рассматриваемой, компаний
Переменные базовой модели, включенные в вектор FINit	
SIZE _{i,t+1}	Переменная, характеризующая размер компании, рассчитываемая как натуральный логарифм выручки
LEV _{i,t+1}	Переменная, характеризующая долговую нагрузку компании, рассчитываемая как отношение величины долга по балансу к балансовой стоимости капитала
Переменные, включенные в вектор GOVit	
BDSIZE _{i,t}	Размер совета, равный числу членов СД

3.2. Формирование выборки

Данное эконометрическое исследование проводилось по выборке российских публичных компаний, торгуемых на бирже ММВБ в период с 2010 по 2014 гг. Выбор публичных компаний, был обусловлен следующими причинами. Во-первых, в данной выпускной квалификационной работе анализируется один из механизмов корпоративного управления, а именно, совет директоров. Согласно ст. 64 ФЗ об АО, в компаниях, обладающих публичным статусом, учреждение совета директоров носит обязательный

характер, в отличие от акционерных обществ, не являющихся публичными, в которых функции совета директоров могут делегироваться общему собранию акционеров, в случае наличия в таком обществе владельцев голосующих акций менее пятидесяти. Во-вторых, информация по публичным компаниям, как финансовая, так и касающаяся корпоративного управления, находится в открытом доступе. В-третьих, при проведении данного исследования важным фактором являлось наличие рыночной оценки результативности компании. Список компаний, вошедших в выборку был различным для каждого года, так как в разные периоды времени на бирже торговались акции различного числа компаний. В результате, количество наблюдений за 5 лет, составило 1206 фирмо-лет. Следует отметить, что некоторые компании были исключены из выборки, в связи с отсутствием необходимых для исследования данных, кроме того, были исключены компании, занимающиеся оказанием финансовых услуг.

На рис. 1 представлено отраслевое распределение компаний выборки. Наибольшую долю в выборке составили энергетические, металлургические, машиностроительные и телекоммуникационные компании. В выборке доминируют компании, относящиеся к энергетической отрасли. Данное распределение соответствует отраслевой структуре экономики России с преобладанием компаний из ранее упомянутых отраслей. В 2010 году 44% выборки составляли энергетические компании. Однако, с течением времени данное значение сократилось и в 2014 году составило 39%. Компании из отраслей машиностроения, телекоммуникаций и металлургии в 2010 году составили 9%, 5% и 11%, соответственно. Данное соотношение не претерпевало значительных изменений в анализируемый период. В группу «прочие» были отнесены компании из пищевой, химической, фармацевтической промышленности, из отраслей торговли, строительства и других. Доля компаний каждой из этих отраслей незначительна.

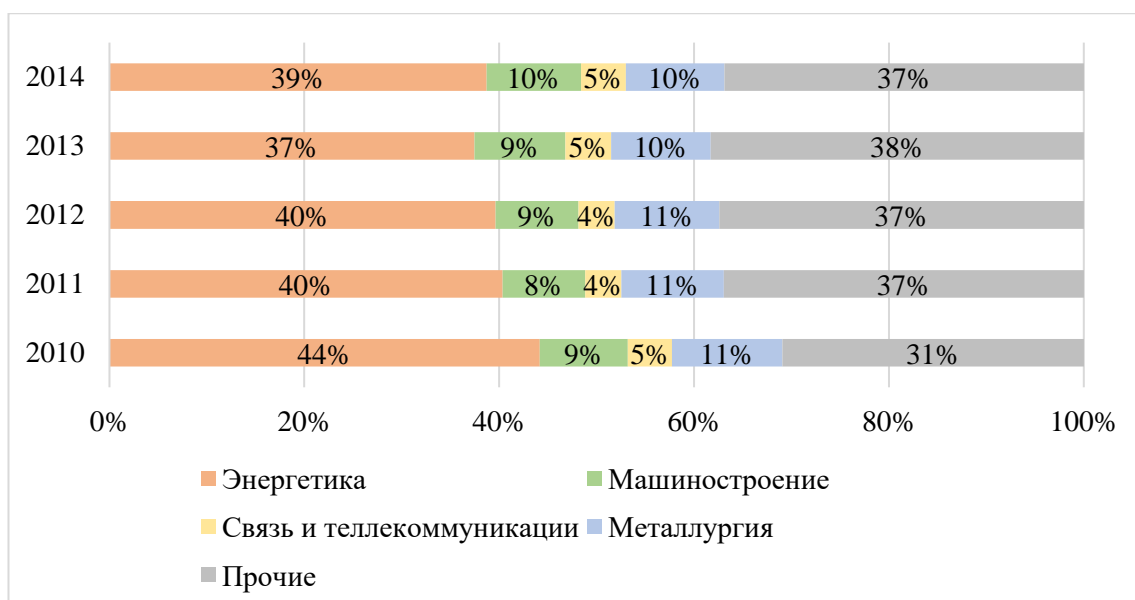


Рис. 1 Отраслевое распределение компаний, 2012-2014 гг.

В таблице 3 представлена описательная статистика переменных, использованных в модели.

Таблица 3

Описательная статистика переменных

Переменная	Выборочное среднее	Выборочное стандартное отклонение	Минимум	Максимум
$TOBIN_{i,t+1}$	1,1705	1,2808	0	18,1764
$ROA_{i,t+1}$	0,0441	0,1386	-0,7651	1,3042
$BDSIZE_{i,t}$	8,4735	2,2757	5	15
$MULTI_NOW_{i,t}$	1,9852	2,1904	0	14,7143
$MULTI_LAST_{i,t}$	1,1277	1,8275	0	10,6364
$EXEC_MULTI_NOW_{i,t}$	1,0832	2,4669	0	28
$EXEC_MULTI_LAST_{i,t}$	0,7585	2,2067	0	23
$NONEXEC_MULTI_NOW_{i,t}$	2,0730	2,2976	0	14,7143
$NONEXEC_MULTI_LAST_{i,t}$	1,1431	1,9329	0	13,4286
$INDEP_MULTI_NOW_{i,t}$	1,0910	2,3486	0	24
$INDEP_MULTI_LAST_{i,t}$	0,5791	2,2256	0	36
$SUB_MULTI_NOW_{i,t}$	0,0805	0,1634	0	1
$SUB_MULTI_LAST_{i,t}$	0,0467	0,1202	0	0,8889

При проведении анализа было обнаружено, что средний показатель рентабельности активов компании, включенных в выборку составил 4,4%. При этом минимальное значение оказалось равным -76,5%. Данный результат принадлежит компании ОАО "ПЕРМСКИЕ МОТОРЫ". Подобный результат можно объяснить тем, что в отчетном периоде компания получила убыток в размере 740 млн. рублей. В группу компаний с наиболее высокими показателями рентабельности вошли такие компании как ОАО "ПРИН", ОАО КОМПАНИЯ "РУСИЯ ПЕТРОЛЕУМ", ПАО "АЛРОСА-НЮРБА", ПАО "ЛЕНЗОЛОТО". Показатель рентабельности активов также был проанализирован в отраслевом и временном разрезе. Результаты данного анализа представлены на рис. 3. Согласно информации, полученной с официального сайта Федеральной службы государственной статистики, средняя рентабельность активов, в целом по экономике, в 2012 — 6% и в 2013 — 4,5%²³. Средняя рентабельность активов компаний, включенных в выборку, за эти года оказался ниже. Значительное сокращение уровня рентабельности в 2013-2014 гг. может быть объяснено последствиями санкций и общего спада в российской экономике. На рис. 2 представлено распределение средней рентабельности активов по годам и отраслям.

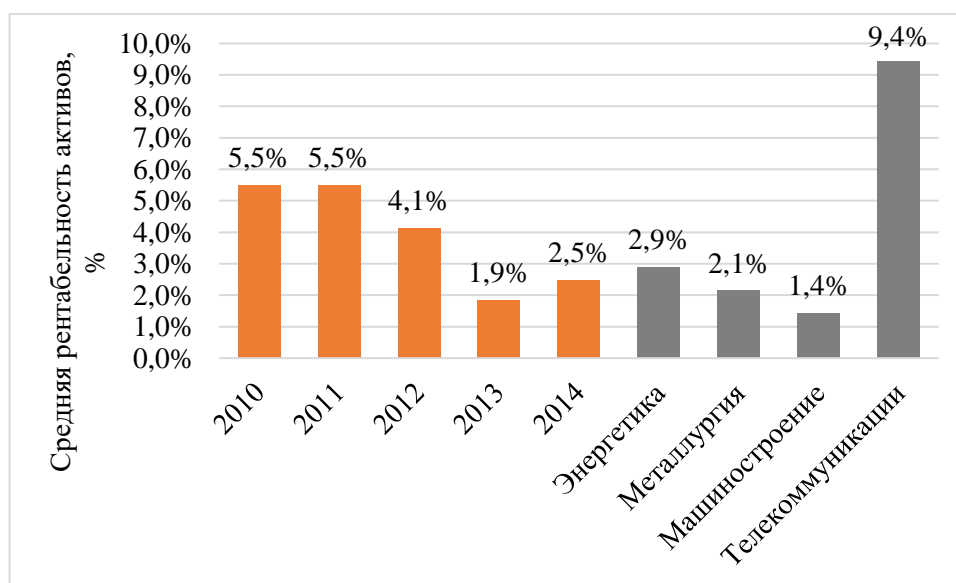


Рис. 2 Диаграмма распределения средней рентабельности активов по годам и отраслям

Среднее значение коэффициента Тобина, показателя, используемого для измерения рыночной результативности, составило 1,1705. Этот результат свидетельствует о том, что, в целом, рынок позитивно оценивает российские компании. Среднее значение

²³ Рентабельность активов организации по видам экономической деятельности [Электронный ресурс] // Федеральная служба государственной статистики. — Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/regl/b14_13/IssWWW.exe/Stg/d04/23-43.htm (23.04.2018).

коэффициента Тобина для энергетической отрасли составило 1,017, для отрасли машиностроения — 1,028, для металлургии — 0,98, для телекоммуникаций — 1,37. В ряде работ по развивающимся странам, в которых изучалась взаимосвязь механизмов корпоративного управления и показателя Тобина, были получены следующие результаты. Авторы работы [Black B. S., Jang H., Kim W., 2006], проводившие исследование по выборке корейских компаний, получили среднее значение коэффициента Тобина 0,85. Авторы предположили, что такое низкое значение показателя может быть следствием недостаточно хорошо функционирующих механизмов корпоративного управления. В исследовании по крупным бразильским компаниям был получен результат 1,08²⁴.

На рис. 3 и рис. 4 представлено распределение размера совета директоров по компаниям выборки и распределение размера совета директоров по годам и отраслям, соответственно.

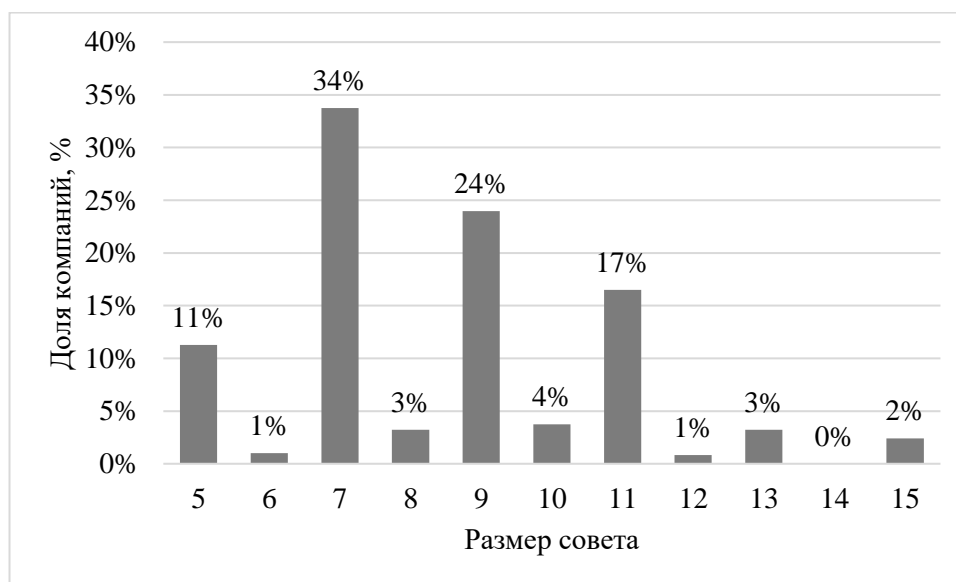


Рис. 3 Диаграмма распределения среднего размера совета директоров

Средний размер совета компаний выборки составил 8 человек. Минимальный размер совета составил 5 человек, максимальный — 15. Данный результат немного ниже, чем результат, полученный в исследовании, проведенном компанией Spencer Stuart в 2014 году, проводимое по выборке 41 крупнейшей по капитализации компания из списка «Эксперт-400». В данном исследовании средний размер совета составил 10 человек. Наиболее часто в выборке встречается размер совета директоров, равный 7. В том же исследовании дается указание, что средний размер совета директоров во Франции составляет 14 человек, в

²⁴ Braga-Alves M. Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil / M. Braga-Alves, K. Shastri // Financial Management. – 2011. – Vol. 40, N. 1. – P. 139 - 157.

Италии —12,2, в США — 10,8 и в Нидерландах — 9,5. Было обнаружено, что наиболее многочисленный совет характерен для компаний из энергетической отрасли, средний размер совета в которой составил 9. В среднем, меньшее число директоров входит в состав совета директоров компаний из металлургической отрасли.

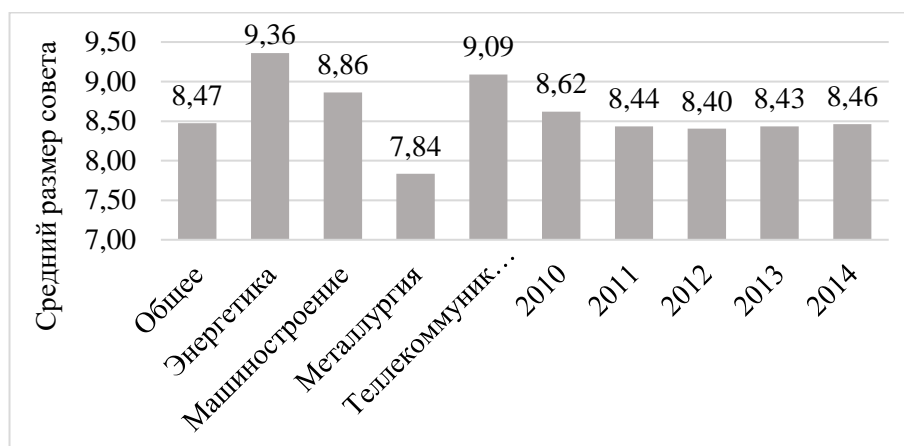


Рис. 4 Распределение среднего размера совета директоров по отраслям и годам

В данной работе подробно были проанализированы особенности состава советов директоров компаний, входящих в выборку. Распределение средней доли исполнительных, неисполнительных и независимых членов СД представлено на рис. 5.

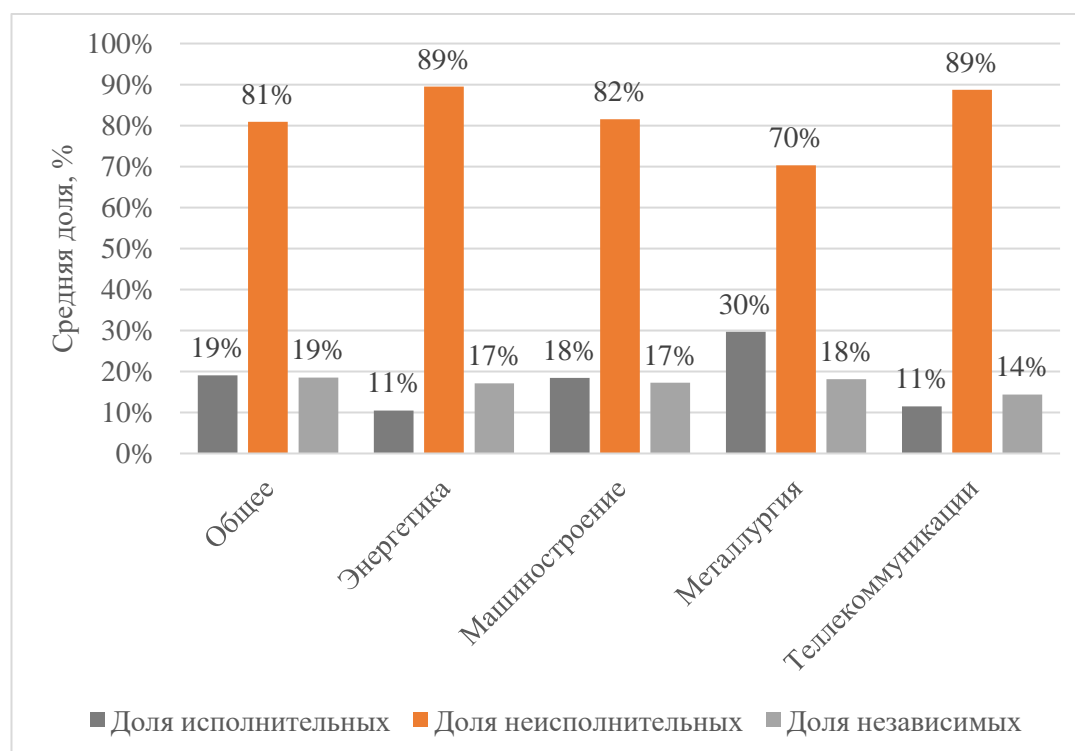


Рис. 5 Соотношение различных категорий директоров по отраслям и годам

В среднем 81% членов совета директоров являются неисполнительными директорами (аутсайдерами), несвязанными с компанией трудовыми отношениями. Больше всего аутсайдеров присутствует в советах директоров компаний, энергетической и телекоммуникационной отраслях. Средняя доля исполнительных директоров (инсайдеров), составила 19%. Данный результат согласуется с требованиями законодательства, согласно которым только $\frac{1}{4}$ членов СД могут являться исполнительными. Однако, хотелось бы отметить, что данное требование на практике нарушается. В 26,5% компаний, вошедших в выборку, доля инсайдеров составляет больше 25%. При этом, в таких компаниях как ПАО «КуйбышевАзот», ПАО «Туапсинский морской торговый порт», ПАО «Подольский машиностроительный завод», ПАО «ЧЗПСН Профнастил» и ПАО «Ярославский шинный завод» все члены совета директоров являются инсайдерами.

В среднем в совете директоров компаний выборки присутствует 19% независимых директоров. Это значение значительно ниже, чем в европейских компаниях. В исследовании «Российский индекс советов директоров Спенсер Стюарт» за 2015 год дается информация о том, что доля независимых директоров Швейцарии составляет 88%, во Франции – 58% и в Великобритании – 60%. В кодексе корпоративного управления, одной из целей которого служит предоставление рекомендаций, направленных на повышение качества корпоративного управления в российских акционерных обществах, есть указание на то, что в совете директоров должно присутствовать достаточное число независимых директоров, способных выносить объективные и добросовестные суждения независимо от воздействия исполнительных директоров компании. Однако, в 37% российских публичных компаний независимые члены СД вообще отсутствуют.

Остановимся подробно на результатах анализа числа иностранных директоров в СД российских компаний. В среднем в составе совета директоров присутствует 6,5% иностранцев. Данное значение существенно ниже, чем аналогичный показатель в развитых странах, таких как Франция, Германия, Швейцария, Великобритания и США, в которых доля иностранных директоров составила, соответственно, 35%, 23%, 60%, 33% и 8%. В период с 2010 по 2013 гг. можно наблюдать стабильный рост доли директоров, не являющихся гражданами Российской Федерации, с 6,5% в 2010 г. до 7% в 2013 г. Однако, затем в 2014 г. последовал значительный спад данного показателя до 6%, что является наименьшим результатом за пять лет. Подобная негативная тенденция может быть связана с периодом наложения санкций на российские компании, девальвацией рубля, а общим

спадом в экономике России, что поспособствовало оттоку иностранных менеджеров из России ²⁵. Распределение средней доле иностранных членов СД представлено на рис. 6.

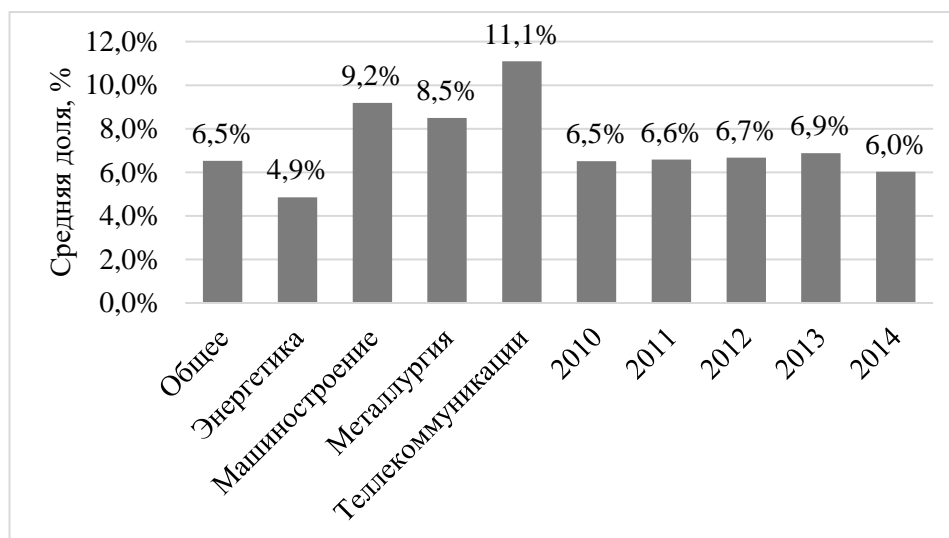


Рис. 6 Распределение средней доли иностранных членов СД

Говоря о качестве совета директоров, важным является вопрос профессионализма его членов, а именно, уровня их образования, наличия образования, соответствующего отрасли функционирования компании и прочего. Как показал анализ, в 19% случаях члены СД обладают образованием, соответствующим отраслевой специфике компании, членом СД которой они являются. отрасли. При этом наибольшее значение доли директоров, имеющих отраслевое образование, в компаниях из металлургической отрасли. Средняя доля таких директоров составила 32,8%. В основном, это люди, получившее инженерное образование и окончившие такие профили как металлургия черных и цветных металлов, трубное производство, обработка металлов и сплавов давлением и другие. Более того, в советах директоров металлургических компаний наибольшая доля директоров, обладающих научной степенью, в сравнении с компаниями из других отраслей. Чаще всего члены СД металлургических компаний имеют степень кандидата технических наук. Такую широкую представленность членов совета директоров с профильным образованием можно объяснить сложностью производственного процесса и необходимостью специфических знаний в данной отрасли.

²⁵ Воронина Ю. Директор всему голова. Российский топ-менеджмент станет независимым [Электронный ресурс] / Ю. Воронина // Российская бизнес газета: Карьера и менеджмент. – 2015. – №992. – Режим доступа: <https://rg.ru/2015/04/07/menedjeri.html> (дата обращения: 18.05.2018).



Рис. 7 Распределение средней доли членов СД относительно характеристик образования по отраслям

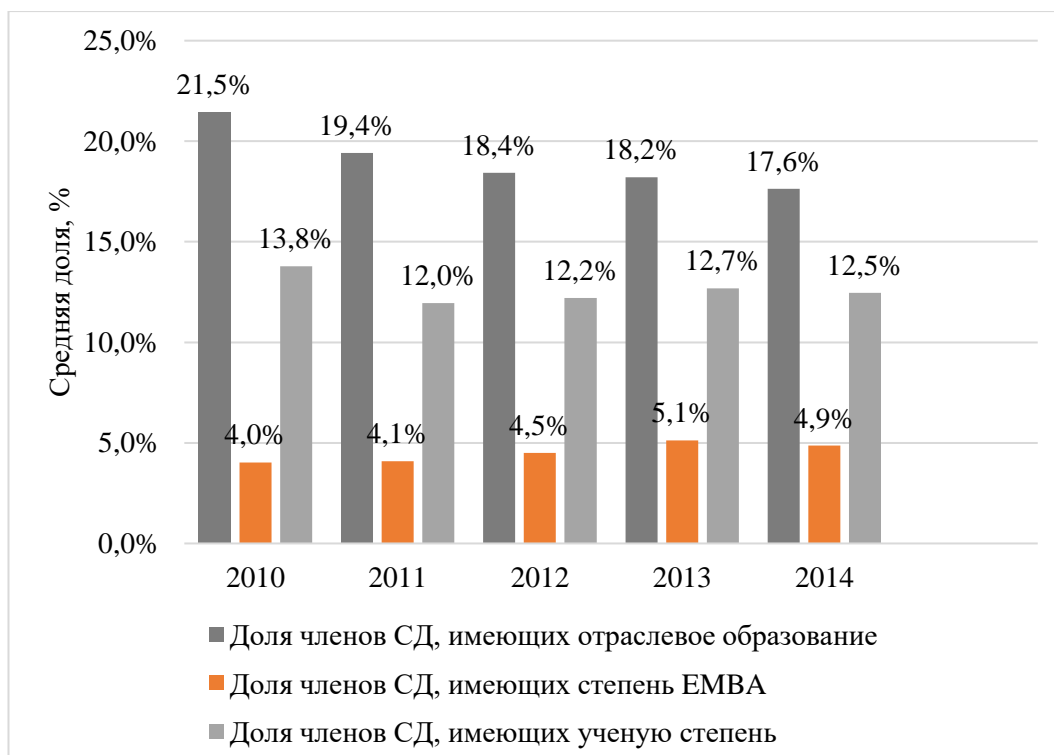


Рис. 8 Распределение средней доли членов СД относительно характеристик образования по годам

Рассматривая динамику изменения таких показателей как доля членов СД, обладающих соответствующим отраслевым образованием, доля членов СД, имеющих степень ЕМВА и доля членов СД, которым была присуждена научная степень, хотелось бы отметить следующие результаты. Во-первых, можно наблюдать негативный тренд, выраженный в постепенном сокращении доли членов СД с отраслевым образованием. В период с 2010-2014 гг. доля таких директоров снизилась на 4%. Во-вторых, доля членов СД, обладающих степенью ЕМВА выросла в течение того же периода, что связано с постепенным проникновением и ростом популярности данной образовательной программы в российском бизнесе. На рис. 6 и рис. 7 представлено распределение средней доли членов СД относительно характеристик образования по отраслям и по годам, соответственно.

Остановимся более подробно на описательной статистике социального капитала членов СД компаний выборки. В среднем 46% членов СД российских компаний, входящих в выборку, одновременно являются членами СД как минимум одной компании без учета рассматриваемой. При этом было обнаружено, что в наибольшей степени такая практика распространена в телекоммуникационных компаниях, в которых в среднем 72% членов СД, входят в СД как минимум еще одной компании. В 20% компаний члены совета директоров не являются членами СД других компаний. С течением времени показатель доли занятых директоров не претерпевал значительных изменений и равнялся 45%, за исключением 2010 года.

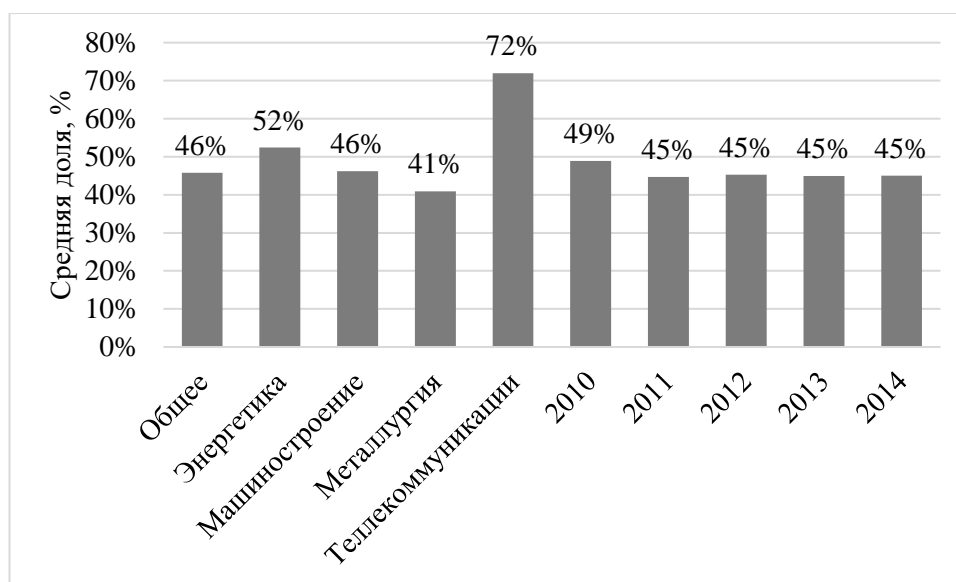


Рис. 9 Распределение средней доли членов СД, занимающих позиции в СД других компаний

В среднем члены СД компании одновременно являются членами СД двух других компаний. Такой результат несущественно отличается от аналогичного показателя в европейских странах. В Бельгии в 2015 г. среднем член СД занимал 1,8 дополнительных позиций, в Дании – 1,9, во Франции – 2,3, в Швейцарии – 2.1²⁶. Среднее число позиций, занимаемых исполнительным членом СД составило 1,08. Для неисполнительных директоров это значение оказалось выше и составило 2,07. Была проверена и принята гипотеза о том, что среднее число позиций в СД других компаний неисполнительных директора больше, чем неисполнительных. Данный результат подтверждает мнение, согласно которому именно неисполнительные директора являются проводниками необходимых для компании ресурсов и, в свою очередь, более склоны к образованию внешних связей через членство в СД других компаний [Kor, Sundaramurthy, 2008; Pombo, Gutierrez, 2011].

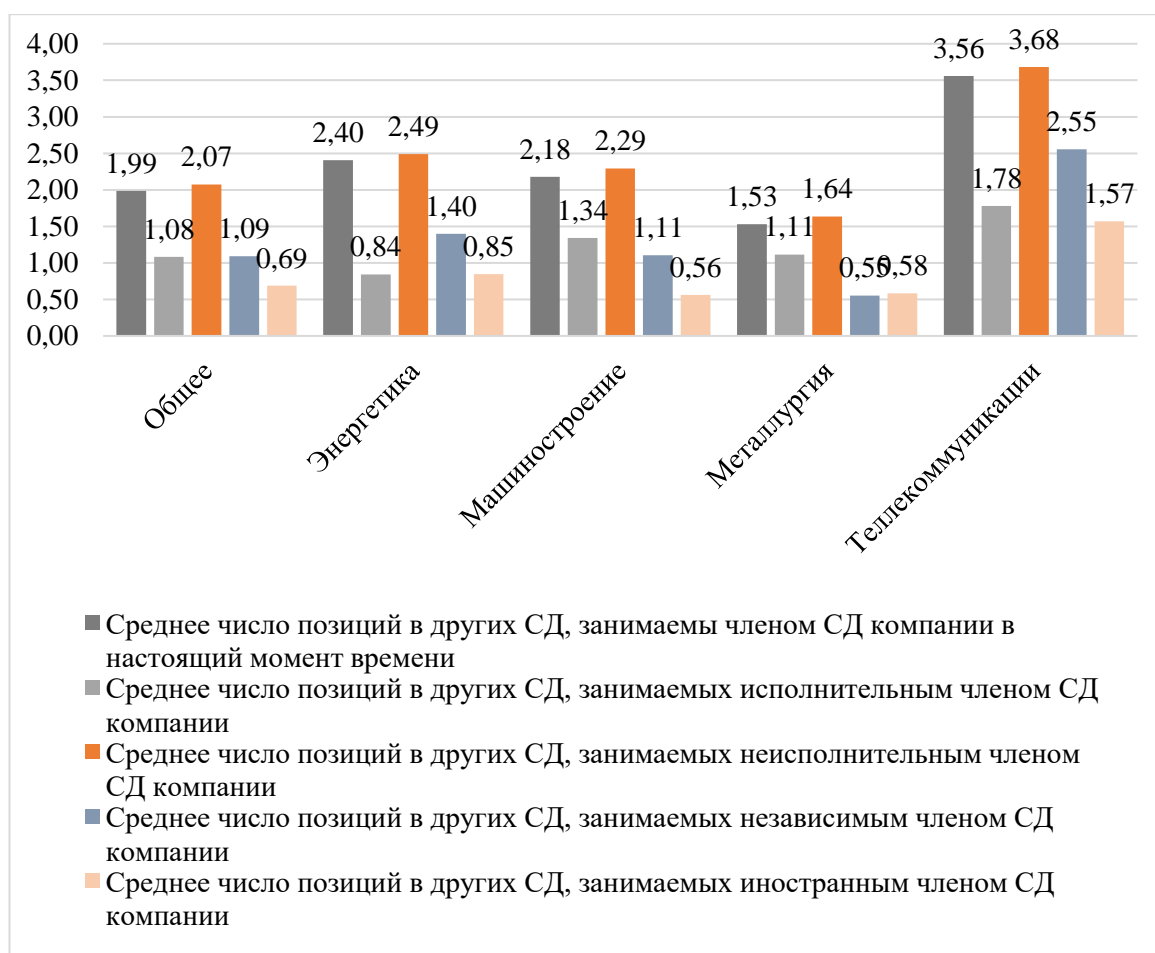


Рис. 10 Распределение среднего числа позиций в других СД

²⁶ Российский индекс советов директоров 2015 [Электронный ресурс] / Spencer Stuart. – 2015. – Режим доступа: <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/russiabiru16apr2015.pdf> (дата обращения 18.05.2018).

Достаточно часто в российских компаниях встречается практика, когда член СД входит в состав советов директоров дочерних компаний. В среднем, в 30% компаний выборки члены СД в тоже время являются членами СД дочерних компаний. Так, например, в инвестиционной компании ПАО «АФК система» в 2010 г. 70% членов СД одновременно являлись членами СД ее дочерних компаний, таких как ПАО «Башнефть», ЗАО «Биннофарм», ПАО «Ситроникс», ПАО «МТС» и других. Гончарук Алексей Юрьевич, являющийся членом совета директоров ПАО «АФК система», по состоянию на 2013 г. являлся членом СД ещё 4 компаний, каждая из которых является дочерней. Шамолин Михаил Валерьевич в 2011 г. был членом е члена СД в 11 компаниях, 9 из которых были дочерними компаниями ПАО «АФК система». В результате анализа описательной статистики было обнаружено, что в наибольшей степени практика присутствия членов СД в СД дочерних компаний распространена в телекоммуникационной отрасли. Средняя доля членов СД, занятых в СД дочерних компаниях составила 16%. Более того, в каждой второй компании, принадлежащей отрасли телекоммуникаций, можно обнаружить такую практику.

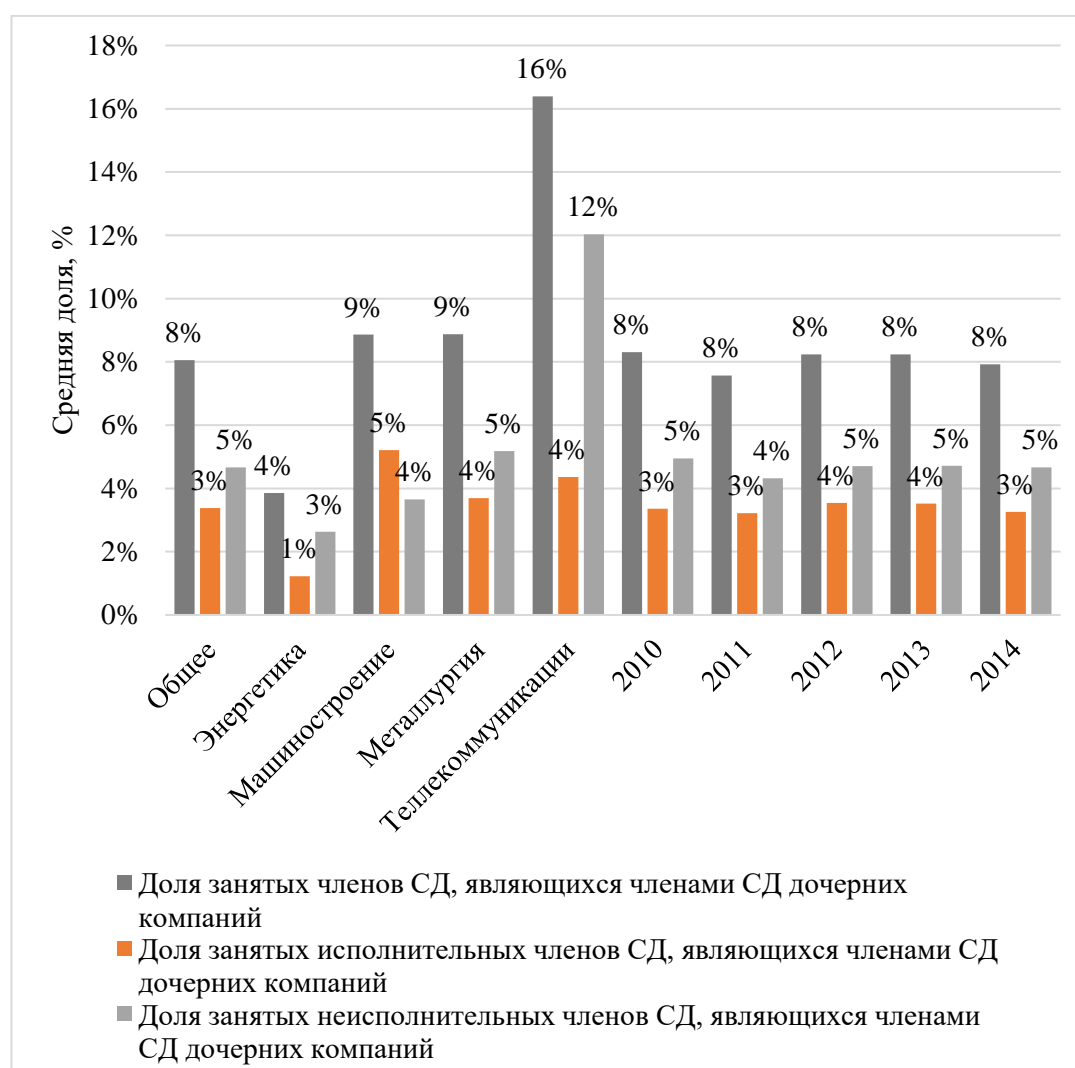


Рис. 11 Распределение доли членов СД, являющихся членами СД дочерних компаний

3.3. Регрессионный анализ

В качестве зависимой переменной, характеризующей результативность компании ($Performance_{i,t+1}$), были использованы два показателя, отражающие как операционную, так и рыночную результативность, рентабельность активов и коэффициент Тобина, соответственно.

На первом этапе был произведен анализ взаимосвязи между множественностью директорских позиций и рентабельностью активов. Была построена базовая модель, включающая переменные, являющиеся детерминантами финансовой результативности компании. Затем, в модель поочередно были включены различные модификации показателей, характеризующих множественность.

Результаты регрессионного анализа с использованием показателя рентабельности активов в качестве зависимой переменной представлены в таблице 4.

Таблица 4

Результаты регрессионного анализа

Переменная	ROA _{i, t+1}										
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
MULTI_NOW _{i,t}	-	-0,0037***	-	-0,0041***	-	-	-	-			
MULTI_LAST _{i,t}	-	-	-0,0007	0,0013	-	-	-	-			
EXEC_MULTI_NOW _{i,t}	-	-	-	-	-0,0012	-	-0,0018	-			
EXEC_MULTI_LAST _{i,t}	-	-	-	-	-	0,0017	0,0021	-			
NONEXEC_MULTI_NOW _{i,t}	-	-	-	-	-0,0027**	-	-0,0027*	-			
NONEXEC_MULTI_LAST _{i,t}	-	-	-	-	-	-0,0016	-0,0002	-			
INDEP_MULTI_NOW _{i,t}	-	-	-	-	-	-	-	-0,0025**		-0,0044***	
INDEP_MULTI_LAST _{i,t}	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0054	0,0033**	
SUB_MULTI_NOW _{i,t}	-	-	-	-	-	-	-	-			-0,0427
SUB_MULTI_LAST _{i,t}	-	-	-	-	-	-	-	-			0,0445
SIZE _{i,t+1}	0,0094***	0,0100***	0,0095***	0,0099***	0,0101***	0,0095***	0,0099***	0,0096***	0,0094***	0,0096***	0,0095***
LEV _{i,t+1}	-0,0091***	-0,0089***	-0,0091***	-0,0090***	-0,0089***	-0,0090***	-0,0088***	-0,0092***	-0,0091***	-0,0093***	-0,0091***
BDSIZE _{i,t}	-0,0085***	-0,0078***	-0,0084***	-0,0079***	-0,0079***	-0,0083***	-0,0079***	-0,0080***	-0,0085***	-0,0077***	-0,0085***
cons	-0,0854***	-0,0980***	-0,0872***	-0,0964***	-0,0981***	-0,0869***	-0,0957***	-0,0916***	-0,0848***	-0,0926***	-0,0860***
R ²	0,0876	0,0940	0,0878	0,0945	0,0938	0,0895	0,0961	0,0915	0,0877	0,0956	0,0895
p-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
N	1027	1027	1027	1027	1027	1027	1027	1027	1027	1027	1027

***, **, * обозначена значимость на 1%-, 5%-, 10%-ом уровне значимости, соответственно

Все модели, в которых использовались переменные, отражающие множественность директорских позиций, оказались статистически значимыми. Факторы, входящие в базовую модель, значимы на 1% уровне значимости. В модели (2) и (4), в которых множественность директорских позиций была измерена как среднее число позиций, занимаемых членами СД исходной компании в СД других компаний, переменная, характеризующая множественность, оказалась значима, знак перед переменной отрицательный. Следовательно, можно сделать вывод о том, что существует обратная взаимосвязь между средним числом должностей в СД других компаний, занимаемых членом СД в настоящий момент и рентабельностью активов. Одновременно с увеличением среднего числа директорских позиций на 1, рентабельность активов сокращается на 0,41%.

В столбце (7) представлена модель с помощью которой проводился анализ взаимосвязи между рентабельностью активов и множественностью директорских позиций, исполнительных, и неисполнительных директоров. Была обнаружена обратная взаимосвязь между средним числом позиций в СД других компаний, занимаемых неисполнительным членом СД, и показателем $ROA_{i, t+1}$. Интересный результат был получен при анализе взаимосвязи между множественностью директорских позиций независимых директоров, и рентабельностью активов. Была обнаружена обратная взаимосвязь между множественностью директорских позиций, измеренной как среднее число должностей в СД других компаний, занимаемых независимым членом СД, и рентабельностью активов. В тоже время была получена прямая взаимосвязь между средним числом позиций, которые независимый член СД занимал за последние 5 лет, и рентабельностью активов.

Модель (11) была использована для анализа взаимосвязи между рентабельностью активов и множественностью директорских позиций членов СД, являющихся членами СД дочерних компаний, по отношению к рассматриваемой. Переменные, характеризующие долю занятых директоров, занимающих должности в СД других компаниях как в момент времени t , так и в течении 5 лет до этого момента, являющихся членами СД дочерних, по отношению к рассматриваемой, компаний, оказались статистически незначимыми, что не позволяет сделать вывод о наличии взаимосвязи этих показателей с рентабельностью активов.

В качестве показателя результативности помимо рентабельности активов был также использован коэффициент Тобина, отражающий ожидания рынка в отношении компании.

Результаты регрессионного анализа с использованием коэффициента Тобина в качестве зависимой переменной представлены в таблице 5.

Таблица 5

Результаты регрессионного анализа

Переменная	Tobin $i, t+1$										
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
MULTI_NOW $_{i,t}$	-	-0,0086	-	- 0,0219***	-	-	-	-	-	-	-
MULTI_LAST $_{i,t}$	-	-	0,0255***	0,0357***	-	-	-	-	-	-	-
EXEC_MULTI_NOW $_{i,t}$	-	-	-	-	0,0178	-	0,0089	-	-	-	-
EXEC_MULTI_LAST $_{i,t}$	-	-	-	-	-	0,0329***	0,0299***	-	-	-	-
NONEXEC_MULTI_NOW $_{i,t}$	-	-	-	-	-0,0128	-	-0,0202**	-	-	--	-
NONEXEC_MULTI_LAST $_{i,t}$	-	-	-	-	-	0,0192	0,0194**	-	-	-	-
INDEP_MULTI_NOW $_{i,t}$	-	-	-	-	-	-	-	0,0029	-	-0,0193**	-
INDEP_MULTI_LAST $_{i,t}$	-	-	-	-	-	-	-	-	0,0249***	0,0369***	-
SUB_MULTI_NOW $_{i,t}$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,2052
SUB_MULTI_LAST $_{i,t}$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,6876***
SIZE $_{i,t+1}$	0,0192***	0,0207***	0,0158**	0,0183***	0,0195***	0,0137**	0,01544**	0,0190***	0,0176***	0,0184***	0,0186***
LEV $_{i,t+1}$	0,0323***	0,0325***	0,0321***	0,0325***	0,0318***	0,0329***	0,0327***	0,0325***	0,0328***	0,0317***	0,0331***
BDSIZE $_{i,t}$	-0,0171**	-0,0154*	-0,0255**	-0,0171**	-0,0168	-0,0199**	-0,0184**	-0,0177**	-0,0182**	-0,0145*	-0,0168**
Cons	0,5821***	0,5511***	0,6556***	0,6064***	0,5823***	0,6935***	0,6647***	0,5891***	0,6117***	0,5795***	0,5760***
R ²	0,0365	0,0377	0,0448	0,0512	0,0428	0,0653	0,0704	0,0367	0,0501	0,0553	0,0498
p-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
N	993	993	993	993	993	993	993	993	993	993	993

***, **, * обозначена значимость на 1%-, 5%-, 10%-ом уровне значимости, соответственно

Все построенные для проведения исследования модели оказались статистически значимы. Контрольные переменные базовой модели также оказались значимы на 1% уровне значимости. Прокомментируем результаты анализа взаимосвязи коэффициента Тобина и множественности директорских позиций членов совета директоров в целом. Переменная $MULTI_NOW_{i,t}$, статистически значима, знак коэффициента перед этой переменной отрицательной, что позволяет сделать вывод об обратной взаимосвязи среднего числа позиций в СД других компаний, занимаемых членами СД, с коэффициентом Тобина. Также значимой на 5% уровне оказалась переменная $MULTI_LAST_{i,t}$, характеризующая множественность директорских позиций члена СД в прошлом. В отличие от результата, полученного в первом случае, оказалось, что среднее число директорских позиций, занимаемых членом СД за последние 5 лет до настоящего момента положительно взаимосвязано с коэффициентом Тобина.

Далее в модель были добавлены переменные характеризующих множественность директорских позиций исполнительных и неисполнительных директоров. Были получены следующие результаты. Во-первых, переменные $EXEC_MULTI_LAST_{i,t}$ и $NONEXEC_MULTI_LAST_{i,t}$, измеренные с помощью среднего числа директорских позиций, занимаемых до настоящего момента исполнительными членами СД, в одном случае, и неисполнительными, в другом, оказались значимыми. Таким образом, можно говорить о том, что среднее число директорских позиций, занимаемых как исполнительными, так и неисполнительными директорами до настоящего момента, положительно взаимосвязано с коэффициентом Тобина. Данный результат согласуется с результатом, описанным ранее. Во-вторых, была установлена обратная взаимосвязь среднего числа директорских позиций, занимаемых неисполнительными членами СД в настоящий момент времени, с коэффициентом Тобина. При исследовании взаимосвязи множественности директорских позиций независимых директоров с рыночной результативностью была установлена статистически значимая взаимосвязь. При этом взаимосвязь между средним числом должностей в СД других компаний, занимаемых независимым директором, в текущий момент и коэффициентом Тобина – обратная. Касательно среднего числа позиций члена СД в СД других компаний до настоящего времени, можно говорить о существовании прямой взаимосвязи этого показателя с коэффициентом Тобина. Аналогичный результат был получен при использовании операционной результативности в качестве зависимой переменной.

Остановимся на результатах анализа взаимосвязи множественности директорских позиций членов СД, являющихся членами СД дочерних компаний, по отношению к

рассматриваемой и показателем Тобина. В модели (11) значимой оказалась переменная, измеряющая долю членов СД компании, занимавших должности в СД других компаниях в течении последних пяти лет до момента времени t , являющихся членами СД дочерних, по отношению к рассматриваемой, компаний. В связи с этим можно сделать вывод о прямой взаимосвязи между этими показателями и коэффициентом Тобина.

Перейдем к обсуждению полученных результатов.

На основе полученных результатов можно сделать следующие выводы. Во-первых, была установлена обратная взаимосвязь между множественностью директорских позиций, занимаемых членом СД в текущий момент времени и результативностью компании, измеренной с помощью рентабельности активов, в одном случае, и коэффициента Тобина, в другом. Изначально предполагалось, что имеет место прямая взаимосвязь между числом позиций в СД других компаний, занимаемых членом СД, и коэффициентом Тобина. Однако, данная гипотеза не подтвердилась. Наличие обратной взаимосвязи между множественностью директорских позиций и результативностью, как операционной, так и рыночной, может быть объяснено с точки зрения гипотезы «занятости». Члены совета директоров, занимающие позицию в совете директоров более чем одной компании, не располагают достаточным временем на добросовестное и качественное выполнение возложенных полномочий. Перегруженные столь обширными обязанностями в разных советах директоров члены СД становятся не способными эффективно выполнять свои функции, что негативно сказывается на эффективности работы СД, что в свою очередь пагубно отражается на результативности компании. Подобный результат согласуется с результатом, установленным в работах [Ferris et al., 2003; Fich, Shivdasani, 2006; Core, Holthausen, Larcker, 1999].

Отметим, что в данном исследовании наряду с множественностью директорских позиций, занимаемых членом СД в текущий момент времени, также рассматривалась множественность директорских позиций, которые член СД занимал в прошлом. При таком подходе к измерению множественности был получен результат, свидетельствующий о существовании прямой взаимосвязи между средним числом директорских позиций в СД других компаний, занимаемых членами СД за последние 5 лет, и коэффициентом Тобина. Подобный результат можно объяснить с точки зрения концепции ресурсной зависимости. Накопленные связи, обеспечивают доступ компании к важным ресурсам и возможностям, что позволяет компании сократить транзакционные издержки, а также зависимость от внешних стейкхолдеров. Наличие прямой взаимосвязи также можно объяснить с позиции гипотезы «репутации». Рынок рассматривает директора, который в прошлом занимал

должности в других СД, как опытного и компетентного. Связи, которые член СД установил в прошлом начинают приносить пользу не сразу, должно пройти некоторое время. Более того, за время работы в советах директоров различных компаний член СД накапливает определенный опыт, как опыт работы в различных отраслях, так и опыт работы в качестве члена СД. Член совета директоров, в прошлом занимавший позиции в СД других компаний, приносит в компанию ценный капитал как социальный, выраженный в наличии определенных связей, так и человеческий, связанный с накопленным опытом. В связи с этим рынок ожидает, что такой директор способен благотворно повлиять на эффективность работы совета директоров компании, что положительно отразится на ее результативности.

Результатом исследования взаимосвязи множественности директорских позиций с результативностью отдельно по исполнительных и неисполнительных стало установлении обратной взаимосвязи между средним числом позиций в СД других компаний, занимаемых неисполнительным директором. В исследованиях [Fich, Shivdasani, 2006; Lee, Lee, 2014] был получен схожий результат. Авторы объясняют такой результат тем, что именно внешние директора играют ключевую роль в осуществлении функции мониторинга и контроля, следовательно, именно множественность директорских позиций неисполнительных директоров негативно отражается на результативности компании, как операционной, так и рыночной.

При проведении исследования также было установлено, что наличие членов СД, являющихся в тоже время членами СД дочерних компаний, по отношению к рассматриваемой и ранее занимали должности в СД других компаний позитивно отражается на коэффициенте Тобина. Можно сделать предположение, что члены СД, которые одновременно занимают должности и в материнской, и в дочерней компании, обладают связями с дочерними компаниями, что позволяет оптимизировать принятие решений в рамках холдинга и способствует получению синергетического эффекта, что обуславливает положительную реакцию рынка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В данной выпускной квалификационной работе была предпринята попытка ответить на вопрос: «Имеет ли место взаимосвязь между социальным капиталом совета директоров и результативностью компании?» Цель данной работы заключалась в установлении взаимосвязи между социальным капиталом совета директоров и результативностью компании.

Социальный капитал СД позволяет компании извлекать выгоды через сети взаимоотношений, которые образуют члены СД, и позволяет ей генерировать дополнительную ценность для акционеров. К элементам СК членов СД, в частности, относят число позиций в СД других компаний, занимаемых членом СД данной компании или другими словами множественность директорских позиций. Множественность директорских позиций является предметом дискуссий большого числа исследователей [Kor, Sundaramurthy, 2008; Pombo, Gutierrez, 2011; Fich, Shivdasani, 2006; Ferris et al., 2003; Anderes, Van Den Bounghard, Lehmann, 2013; Lee, Lee, 2014]. Авторы не могут прийти к единому мнению касательно того как сказывается присутствие членов СД, являющихся одновременно членами СД других компаний, на результативности компании. Одни критикуют такую практику, говоря о том, что в этом случае директор распыляет свои силы и время и не может качественно справляться со своими полномочиями. Другие, наоборот, поощряют директоров, которые являются членами СД более чем одной компании. Такое мнение основано на предположении о том, что, работая в СД различных компаний, члены СД создают связи, посредством которых компания может извлекать ценные ресурсы.

В первой главе были рассмотрены вопросы, касающиеся как интеллектуального капитала компании, в целом, так и интеллектуального капитала совета директоров. В ней были представлены подходы к определению понятия интеллектуального капитала компании, рассмотрена его структура. В данной выпускной квалификационной работе был выбран подход, согласно которому совет директоров рассматривается как один из ключевых источников, создающий интеллектуальный капитал компании. В первой главе также были рассмотрены вопросы, затрагивающие роль совета директоров в системе корпоративного управления и его компетенции, а также подходы к анализу интеллектуальный капитал совета директоров. Особое внимание уделяется одной из его составляющих, а именно, социальному капиталу и его элементам, таким как множественность директорских позиций и перекрестные директорские позиции.

Во второй главе был представлен обзор показателей, характеризующих финансовую результативность, рассмотрены вопросы применимости показателей в зависимости от этапа

жизненного цикла компании. В выпускной квалификационной работе в качестве показателя финансовой результативности были выбраны два показателя. Один из показателей базируется на бухгалтерских оценках и отражает операционную результативность, другой основывается на рыночных оценках и отражает рыночные ожидания. В качестве бухгалтерского показателя был выбран показатель рентабельности активов, в качестве рыночного — коэффициент Тобина. Кроме этого, в данной главе были проанализированы работы, в которых затрагивается проблематика взаимосвязи социального капитала совета директоров и результативности компании, измеренной различными способами. На основе анализа данных работ были сформулированы гипотезы, которые были протестированы в третьей главе.

В третьей главе содержится практическая часть работы, методология которой основана на эконометрическом моделировании. Анализ описательной статистики показал, что множественность директорских позиций наиболее распространена в отрасли телекоммуникаций. Было обнаружено что в среднем в компаниях данной отрасли 72% членов совета директоров являются членами СД еще как минимум одной компании. На следующем месте по доле членов СД, входящие в СД других компаний, находятся компании энергетической отрасли, средняя доля в которой составила 52%. Также стоит отметить что среднее количество директорских позиций, приходящихся на одного члена совета директоров в среднем по выборке составило 2 позиции. В Бельгии в 2015 г. в среднем член СД занимал 1,8 дополнительных позиций, в Дании — 1,9, во Франции — 2,3, в Швейцарии — 2.1²⁷. Для компаний из стран Восточной Азии среднее число директорских позиций существенно выше и составляет 3,79, при этом для компаний из Филиппин, Сингапура и Малайзии данное значение составило, соответственно, 4,02, 4,11 и 4,38²⁸.

В ходе проведения регрессионного анализа была установлена обратная взаимосвязь между множественностью директорских позиций, занимаемых членами СД в текущий момент времени и рентабельностью активов. Данный результат в очередной раз подтверждает предположения гипотезы «занятости». Издержки, связанные с неэффективным исполнением полномочий в качестве члена СД, возникающие в связи с перегруженностью директора работой в СД различных компаний, превышают положительные эффекты, связанные с репутацией, опытом, и ресурсами, привносимыми

²⁷ Российский индекс советов директоров 2015 [Электронный ресурс] / Spencer Stuart. – 2015. – 30 с.

²⁸ Lee K. Are Multiple Directorships Beneficial in East Asia? / K. Lee, C. Lee // Accounting and Finance. – 2014. – Vol. 54. – P. 999 - 1032.

членом СД в компанию. Аналогичный результат был получен при исследовании взаимосвязи между множественностью директорских позиций и коэффициентом Тобина. Такой результат свидетельствует о том, что рынок в среднем негативно реагирует на одновременное занятие членом СД директорских позиций в других СД.

Отметим, что, если рассматривать множественность директорских позиций, которые член СД занимал до настоящего момента времени, то была обнаружена прямая взаимосвязь данного показателя с коэффициентом Тобина. Действительно, член СД, который ранее имел опыт работы в СД других компаний, с одной стороны, обладает знаниями и связями, накопленными им за тот промежуток времени, являющимися ценными для компании, с другой стороны, он уже не обременен работой в СД этих компаний.

Практика введения ограничений на число занимаемых директорских позиций достаточно распространена в ряде развитых стран. К примеру, в 2011 около 70% крупнейших американских компаний установили подобные ограничения [Field et al., 2013]. Многие профессиональные организации такие как Совет институциональных инвесторов в США и другие поддерживают инициативу введения ограничений. Такой же позиции придерживается ассоциация Business Roundtable, членами которой являются CEO крупнейших американских компаний. В «Принципах корпоративного управления» 2016 года, издании публикуемом данной ассоциацией дается указание на то, что следует ограничивать число, занимаемых директорских позиций, при этом конкретных количественных указаний не предоставляется. Однако, говорится, что решающую роль в определение этого числа играют советы директоров и комитеты при СД, а именно комитет по назначениям. Такое внимание к вопросу ограничения числа директорских позиций со стороны крупных компаний, а также профессиональных организаций неслучайно, так как, действительно множественность директорских позиций не всегда позитивно отражается на результативности компании. В связи с этим можно рекомендовать на законодательном уровне рассмотреть вопрос об ограничении числа позиций, которые член СД может одновременно занимать в СД других компаний.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Березинец И. В. Занятость советов директоров и финансовая результативность деятельности компаний / И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия Менеджмент. – 2016. – Вып. 1. – С. 3 - 30.
2. Березинец И. В. Интеллектуальный капитал совета директоров: динамический подход к определению и структуре / Т. А. Гаранина, Ю. Б. Ильина // Российский журнал менеджмента. – 2017. – Т. 15. – № 3. – С. 357 - 382.
3. Березинец И.В. Интеллектуальный капитал совета директоров: введение в проблему / И. В. Березинец, Т. А. Гаранина, Ю. Б. Ильина // Проблемы и практики теории управления. – 2016. – №4. – С. 70-76.
4. Боди З. Финансы / З. Боди, Р. Мертон. – М. : Вильямс, 2007. – 592 с.
5. Букович У., Уилльямс Р. Управление знаниями: руководство к действию: пер. с англ / У. Букович, Р. Уилльямс. – М. : ИНФРА-М, 2002. – 504 с.
6. Бухвалов А. В. Смирнов М. В. Корпоративное управление: вводный курс учебно-методическое пособие / А. В. Бухвалов, М. В. Смирнов. – СПб. : Высшая школа менеджмента, 2012. – 185 с.
7. Волков Д. Л. Нематериальные активы: проблемы состава и оценивания / Волков Д. Л., Гаранина Т. А. // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия Менеджмент. – 2007. – Вып. 1. – С. 82 - 105.
8. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты / Д. Л. Волков. – СПб. : Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008. – 320 с.
9. Воронина Ю. Директор всему голова. Российский топ-менеджмент станет независимым [Электронный ресурс] / Ю. Воронина // Российская бизнес газета: Карьера и менеджмент. – 2015. – №992. – Режим доступа: <https://rg.ru/2015/04/07/menedjeri.html> (дата обращения: 18.05.2018).
10. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов: пер. с англ. / А. Дамодаран. – 5-е изд. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1340 с.
11. Кодекс корпоративного управления от 21.03.2014 В: Вестник Банка России № 40 (1518) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru/publ/Vestnik/ves140418040.pdf> (дата обращения: 18.05.2018)
12. Об акционерных обществах: федер. закон от 26.05. 1995 N 208-ФЗ: принят Государственной Думой 24 ноября 1995 года : одобрен Советом Федерации 26 мая 1995 года [Электронный ресурс]. – Режим доступа:

- http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/ (дата обращения: 18.05.2018)
13. Принципы корпоративного управления ОЭСР 2004 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf> (дата обращения: 18.05.2018)
 14. Рентабельность активов организации по видам экономической деятельности [Электронный ресурс] // Федеральная служба государственной статистики. — Режим доступа: http://www.gks.ru/bgd/regl/b14_13/IssWWW.exe/Stg/d04/23-43.htm (дата обращения: 23.04.2018)
 15. Российский индекс советов директоров 2014 [Электронный ресурс] / Spencer Stuart. — 2014. — Режим доступа: <https://www.spencerstuart.com/~media/pdf%20files/research%20and%20insight%20pdfs/russiabiru16apr2015.pdf> (дата обращения 18.05.2018).
 16. Российский индекс советов директоров 2015 [Электронный ресурс] / Spencer Stuart. — 2015. — 32 с.
 17. Совет директоров: практика подбора, номинирования и избрания директоров в российских компаниях [Электронный ресурс] / PricewaterhouseCoopers. — 2012. — Режим доступа: <http://www.oecd.org/daf/ca/RussiaCorporateGovernanceRoundtableNominationsurveyRussian.pdf> (дата обращения: 11.12.2017).
 18. Тис Д. Дж. Выявление динамических способностей: природа и микрооснования (устойчивых) результатов компании / Д. Дж. Тис // Российский журнал менеджмента. — 2009. — Т. 7. — № 4. — С. 59 -108.
 19. Филатов А. Организация работы совета директоров. Практические рекомендации / А. Филатов, Э. Джураев. — М. : Альпина Паблишер, 2014. — 172 с.
 20. Adler P. S. Social Capital: Prospects for a New Concept / P. S. Adler, S. W. Kwon // Academy of Management Review. — 2002. — N. 27. — P. 17 - 40.
 21. Andres C. Is Busy Really Busy? Board Governance Revisited / C. Andres, I. Bongard, M. Lehmann // Journal of Business Finance and Accounting. — 2013. — Vol. 40 — P. 1221-1246.
 22. Barney J. Firm Resources and sustained competitive advantage / J. Barney // Journal of Management. — 1991 — Vol. 17, N. 1. — P. 99 - 120.
 23. Barroso-Castro C. How boards' internal and external social capital interact to affect firm performance / C. Barroso-Castro, M. del M. Villegas-Periñan, J. C. Casillas-Bueno // Strategic Organization. — 2016. — N. 14 — P. 6 - 31.

24. Barroso-Castro C. It is useful to consider the interlocks according to the type of board member (executive or non-executive) who possesses them? Their effect on firm performance / C. Barroso-Castro, L. Sanchez // *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*. – 2015. – Vol. 24. – P.130 - 137.
25. Bazerman, M. A limited rationality model of interlocking directorates / M. Bazerman, F. Schoorman // *Academy of Management Review*. – 1983. – N. 8 – P. 206 - 217.
26. Beasley M. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud / M. Beasley // *Accounting Review*. – 1996. – N. 71 – P. 443 – 465.
27. Berezinets I. Intellectual capital of a board of directors and its elements: introduction to the concepts / I. Berezinets, T. Garanina, Y. Ilina // *Journal of Intellectual capital*. – 2016 – Vol. 17, N. 4. – P. 632 - 653.
28. Black B. Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea / B. Black, H. Jang, W. Kim // *Journal of Law, Economics, and Organization*. – 2006. – Vol. 22. – P. 366 - 413.
29. Braga-Alves M. Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil / M. Braga-Alves, K. Shastri // *Financial Management*. – 2011. – Vol. 40, N. 1. – P. 139 - 157.
30. Carpenter M. A. The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision-making / M. A. Carpenter, J. D. Westphal // *Academy of Management Journal*. – 2001. – N. 4 – P. 639 - 660.
31. Carroll G. R. Organizational Demography and Culture: Insights from a Formal Model and Simulation / G. R. Carroll, J. R. Harrison // *Administrative Science Quarterly*. – 1998. – Vol. 43, N. 3. – P. 637 - 667.
32. Cashman G. D. Going overboard? On busy directors and firm value / G. D. Cashman, S. L. Gillan, C. Jun // *Journal of Banking & Finance*. – 2012. – Vol. 36, N. 12. – P. 3248-3259.
33. Certo T. Signaling firm value through board structure: An investigation of initial public offerings / T. Certo, C. Daily, D. Dalton // *Entrepreneurship Theory and Practice*. – 2001. – Vol. 26, N. 2. – P. 33 - 50.
34. Chen S. Economic Value Added (EVA™): An Empirical Examination of a new corporate performance measure / S. Chen, J. Dodd // *Journal of Management Issues*. – 1997. – Vol.9, N. 3. – P. 318 - 333.

35. Chung K. A Simple Approximation of Tobin's q / K. Chung, S. Pruitt // *Financial Management*. – 1994. – Vol. 23, N. 3. – P. 70 - 74.
36. Core J. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance / J. Core, R. Holthausen, D. Larcker // *Journal of Financial Economics*. – 1999. – Vol. – 51, N. 3. – P. 371 - 406.
37. Cramton C. D. The Mutual Knowledge Problem and its Consequences for Dispersed Collaboration / C. D. Cramton // *Organization Science*. – 2001. – N. 12. – P. 346–371.
38. Dooley P. The Interlocking Directorate / P. Dooley // *The American Economic Review*. – 1969. – Vol. 59, N. 3. – P. 314 - 323.
39. Edvinsson L. Developing a Model for Managing Intellectual Capital / L. Edvinsson, P. Sullivan // *European Management Journal*. – 1996. – Vol. 14, N. 4. – P. 356 – 364.
40. Edvinsson L. Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower / L. Edvinsson, M. S. Malone. – 1st ed. – Harper Business, 1997. – 240 p.
41. Edvinsson L. The Intellectual Capital of Nations / L. Edvinsson // *International Handbooks on Information Systems*. – 2004. – Vol. 1. – P. 153 – 163.
42. Elyasiani E. Bank holding company performance, risk, and busy board of directors / E. Elyasiani, L. Zhang // *Journal of Banking & Finance*. – 2015. – N. 60. – P. 239 – 251.
43. Fama E. Agency problems and residual claims / E. Fama, M. Jensen // *Journal of Law and Economics*. – 1983. – Vol. 26, N. 2. – P. 327 – 349.
44. Ferris S. Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments / S. Ferris, M. Jagannathan, A. Pritchard // *Journal of Finance*. – 2003. – Vol. 58, N. 3. – P. 1087–1111.
45. Fich E. M. A busy boards effective monitors? / E. M. Fich, A. Shivdasani // *A Journal of Finance*. – 2006. – Vol. 61, N. 2. – P. 689 - 724.
46. Fich E. M. Why Do CEOs Sit on Each Other's Boards? / E. M. Fich, L. White // *Journal of Corporate Finance*. – 2005. – N. 11. – P. 175 – 195.
47. Field L. Are Busy Boards Detrimental? / L. Field, M. Lowry, A. Mkrtchyan // *Journal of Financial Economics*. – 2013. – Vol. 109, N 1. – P. 63 - 82.
48. Forbes D. Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups / D. Forbes, F. Milliken // *Academy of Management Review*. – 1999. – Vol. 24, N. 3. – P. 489 - 505.
49. Galaskiewicz J. Interorganizational relations / J. Galaskiewicz // *Annual Review of Sociology*. – 1985. – N. 11. – P. 281-304.

50. Gutiérrez L. Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups / L. Gutiérrez, C. Pomboa // Journal of Economics and Business. – 2011. – Vol. 63. – P. 251-277.
51. Hallock K. Dual Agency: Corporate Boards with Reciprocally Interlocking Relationships [Электронный ресурс] / K. Hallock. – Cornell University, School of Industrial and Labor Relations, 1999. – Режим доступа: <https://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1236&context=articles> (дата обращения: 18.05.2018).
52. Hallock K. Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation / K. Hallock // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1997. – N.32. – 331 - 344.
53. Hillman A. J. Board composition and stakeholder performance: Do stakeholder directors make a difference? / A. J. Hillman, G. Keim, R. Luce // Business & Society. – 2001. – Vol. 40. – P. 295 - 314.
54. Hillman A. J. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives / A. J. Hillman, T. Dalziel // Academy of Management Review. – 2003. – Vol. 28, N. 3. – P. 383 - 396.
55. Hillman A. J. Corporate political strategies and firm performance: Indications of firm-specific benefits from personal service in the US government / A. J. Hillman, A. Zardkoohi, L. Bierman // Strategic Management Journal. – 1999. – Vol. 20, N. 1. – P. 67 - 82.
56. Hillman A. J. Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision / A. J. Hillman, G. Nicholson, C. Shropshire // Organization Science. – 2008. – Vol. 19, N. 3. – P. 441 - 456.
57. Hillman A. J. Resource Dependence Theory: A Review / A. J. Hillman, M. C. Withers, B. J. Collins // Journal of management. – 2009. – Vol. 35, N. 6. – P. 1404 - 1427.
58. Hillman A. J. What I like about you: A multilevel study of shareholder discontent with director monitoring / A. J. Hillman, C. Shropshire, S. T. Certo, D. R. Dalton, C. M. Dalton // Organization Science. – 2011. – Vol. 22, N. 3. – P. 675 - 687.
59. Hillman A.J. The effect of board capital and CEO power on strategic change / A. J. Hillman, K. T. Haynes // Strategic Management Journal. – 2010. – Vol. 31, N. 11. – P. 1145 - 1163.
60. Jensen M. C. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure / M. C. Jensen, W. F. Meckling // Journal of Financial Economics. – 1976. – Vol. 3, N. 4. – P. 163 - 231.

61. Jose M. Contributions of Diversification, Promotion, and R&D to the Value of Multiproduct Firms: A Tobin's q Approach / M. Jose, M. Nichols, J. Stevens // *Financial Management*. – 1986. – P. 33-42.
62. Kim Y. Board Network Characteristics and Firm Performance in Korea / Y. Kim // *Corporate Governance: An International Review*. – 2005. – Vol. 13. – P. 800 - 808.
63. Kim Y. Social capital among corporate upper echelons and its impacts on executive promotion in Korea / Y. Kim, Jr. A. A. Cannella // *Journal of World Business*. – 2008. – Vol. 43, N. 1. – P. 85 - 96.
64. Koenig T. Interlocking Corporate Directorships as a Social Network / T. Koenig, R. Gogel // *American Journal of Economics and Sociology*. – 1981. – Vol. 40. – P. 37 - 50.
65. Kor Y. Positive and negative synergies between the CEO's and the corporate board's human and social capital: a study of biotechnology firms / Y. Kor, C. Sundaramurthy, K. Pukthuanthong // *Strategic Management Journal*. – 2014. – Vol. 35. – P. 845 - 868.
66. Kor Y. Y. Experience-based Human Capital and Social Capital of Outside Directors / Y. Y. Kor, C. Sundaramurthy // *Journal of Management*. – 2009. – Vol. 35. – P. 981 - 1006.
67. Lee K. Are Multiple Directorships Beneficial in East Asia? / K. Lee, C. Lee // *Accounting and Finance*. – 2014. – Vol. 54. – P. 999 - 1032.
68. Liu C. A new perspective on director busyness / C. Liu, D. L. Paul // *The Journal of Financial Research*. – 2015. – Vol. 38, N. 2. – P. 193 - 217.
69. Marr B. Why do firms measure their intellectual capital? / B. Marr, D. Gray, A. Neely // *Journal of Intellectual Capital*. – 2003. – Vol. 4, Issue 4. – P. 441 - 464.
70. Martin-de-Castro G. Towards 'An Intellectual Capital-Based View of the Firm': Origins and Nature / G. Martin-de-Castro, M. Delgado-Verde, P. Lopez-Saez, E. Navas-Lopez // *Journal of Business Ethics*. – 2011. – Vol. 98, N. 4. – P. 649 - 662.
71. Mintzberg H. Power in and around organizations / H. Minzberg. – Engelwood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1983. – 700 p.
72. Nahapiet J. Social capital, intellectual capital, and the organizational advantage / J. Naphapiet, S. Ghosal // *Academy of Management Review*. – 1998. – Vol. 23. – P. 242 - 266.
73. Offstein E. H. A Strategic Human Resource Perspective of Firm Competitive Behavior / E. H. Offstein, D. R. Gnyawali, A. T. Cobb // *Human Resource Management Review*. – 2005. – Vol. 5. – P. 305 – 318.
74. Perry T. Board Seat Accumulation by Executives: A Shareholder's Perspective / T. Perry, U. Peyer // *Journal of Finance*. – 2005. – Vol. 50, N. 4. – P. 2083 - 2123.

75. Pfeffer J. Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment / J. Pfeffer // *Administrative Science Quarterly*. – 1972. – Vol. 17. – P. 218 – 228.
76. Pfeffer J., Salancik G. R. 1978. The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective / Pfeffer J., Salancik G. R. – Harper & Row, 1978. – 300 p.
77. Phan P. H. The Performance IMPACT of Interlocking Directorates: The Case of Singapore/ P. H. Phan, S. H. Lee, S. C. Lau // *Journal of Managerial Issues*. – 2003. – Vol. 15. – N. 3. – P. 338 - 352.
78. Principles of corporate governance [Электронный ресурс] / Business Roundtable. – 2016. Режим доступа: <https://www.businessroundtable.org/sites/default/files/Principles-of-Corporate-Governance-2016.pdf> (дата обращения 18.05.2018).
79. Roos G. Knowledge management, intellectual capital, structural holes, economic complexity and national prosperity / G. Roos // *Journal of Intellectual Capital*. – 2017. – Vol. 18, Issue 4. – P. 745 - 770.
80. Roos G. Measuring your Company's Intellectual Performance / G. Roos, J. Roos // *Long Range Planning*. – 1997. – Vol. 30, N. 3. – P. 413 - 426.
81. Rozenbaum O. EBITDA and Managers' Investment and Leverage Choices / O. Rozenbaum // *Contemporary Accounting Research*. – 2017.
82. Santos R. Board Interlocking in Brazil: Directors' participation in multiple companies and its effect on firm value / R. Santos, A. Silveira, L. Barros // *Latin American Business Review*. – 2012. – Vol. 13, N. 1. – P. 1 - 38.
83. Stewart T. A. Brainpower Intellectual capital is becoming corporate America's most valuable asset and can be its sharpest competitive weapon. The challenge is to find what you have and use it [Электронный ресурс] / T. A. Stewart // *Fortune*. – 1991. – Режим доступа: http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1991/06/03/75096/index.htm (дата обращения 11.12.2017).
84. Stewart T. A. Your company's most valuable asset: Intellectual capital / T.A. Stewart // *Fortune*. – 1994. – P. 28 - 33.
85. Teece D. The Dynamic Capabilities of Firms: an Introduction [Электронный ресурс] / D. Teece, G. Pisano // – 1994. – Режим доступа: http://secure.com.sg/courses/ICI/Grab/Reading_Articles/L03_A02_Teece.pdf (дата обращения 11.12.2017).

86. Tian J. The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection/ J. Tian, J. Halebian, N. Rajagopalan // Strategic Management Journal. – 2011. – Vol. 32, N. 7. – P. 731 - 747.
87. Ulrich D. A new mandate for human resources / D. Ulrich // Harvard Business Review. – 1998. – Vol. 51. – P. 125 – 134.
88. Westphal J.D. Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board / J. D. Westphal // The Academy of Management Journal. – 1999. – Vol. 42, N. 1. – P. 7 - 24.
89. Zald M. The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis / M. Zald // American Journal of Sociology. – 1969. – Vol. 75. – P. 97 - 111.

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1 Базовая регрессионная модель с $ROA_{i,t+1}$

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1027		
Model	.763141837	3	.254380612	F(3, 1023) = 32.73		
Residual	7.95123464	1023	.007772468	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0876		
				Adj R-squared = 0.0849		
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE = .08816		

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0094269	.0011068	8.52	0.000	.0072549	.0115988
LEVt_1	-.0090682	.0013324	-6.81	0.000	-.0116827	-.0064538
bdsizе	-.0084844	.0014266	-5.95	0.000	-.0112837	-.0056851
_cons	-.0854158	.0213299	-4.00	0.000	-.1272711	-.0435605

Приложение 2 Сквозная регрессия 1 с использованием $ROA_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе busy_now
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1027		
Model	.8187363	4	.204684075	F(4, 1022) = 26.49		
Residual	7.89564017	1022	.007725675	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0940		
				Adj R-squared = 0.0904		
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE = .0879		

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.010044	.0011272	8.91	0.000	.0078321	.012256
LEVt_1	-.0089711	.0013288	-6.75	0.000	-.0115786	-.0063635
bdsizе	-.0078103	.0014443	-5.41	0.000	-.0106444	-.0049762
busy_now	-.0036607	.0013646	-2.68	0.007	-.0063385	-.0009829
_cons	-.0980648	.021782	-4.50	0.000	-.1408074	-.0553221

Приложение 3 Сквозная регрессия 2 с использованием $ROA_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе busy_last
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1027
Model	.764702965	4	.191175741	F(4, 1022) =	24.58
Residual	7.94967351	1022	.007778546	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0878
				Adj R-squared =	0.0842
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE =	.0882

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0095087	.0011222	8.47	0.000	.0073065	.0117108
LEVt_1	-.0090578	.0013331	-6.79	0.000	-.0116737	-.0064419
bdsizе	-.0084021	.0014389	-5.84	0.000	-.0112256	-.0055786
busy_last	-.0006883	.0015365	-0.45	0.654	-.0037034	.0023267
_cons	-.0871982	.0217059	-4.02	0.000	-.1297915	-.0446049

Приложение 4 Сквозная регрессия 3 с использованием $ROA_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе busy_now busy_last
```

Source	SS	df	MS	Number of obs =	1027
Model	.823175794	5	.164635159	F(5, 1021) =	21.30
Residual	7.89120068	1021	.007728894	Prob > F =	0.0000
				R-squared =	0.0945
				Adj R-squared =	0.0900
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE =	.08791

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0099732	.0011313	8.82	0.000	.0077532	.0121932
LEVt_1	-.0089777	.0013291	-6.75	0.000	-.0115858	-.0063695
bdsizе	-.0078745	.0014471	-5.44	0.000	-.0107141	-.0050349
busy_now	-.0041444	.0015067	-2.75	0.006	-.007101	-.0011877
busy_last	.0012814	.0016907	0.76	0.449	-.0020363	.0045991
_cons	-.096418	.0218947	-4.40	0.000	-.1393817	-.0534543

Приложение 5 Сквозная регрессия 4 с использованием $ROA_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе exec_busy_now_aver nonexec_busy_now_aver
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1027		
Model	.817180117	5	.163436023	F(5, 1021) = 21.13		
Residual	7.89719636	1021	.007734766	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0938		
				Adj R-squared = 0.0893		
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE = .08795		

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0100654	.001131	8.90	0.000	.007846	.0122847
LEVt_1	-.0089303	.0013307	-6.71	0.000	-.0115414	-.0063191
bdsizе	-.0078998	.0014403	-5.48	0.000	-.0107261	-.0050735
exec_busy_now_aver	-.0011504	.0012888	-0.89	0.372	-.0036794	.0013787
nonexec_busy_now_aver	-.0027485	.0014039	-1.96	0.051	-.0055033	6.35e-06
_cons	-.0981678	.0218214	-4.50	0.000	-.1409877	-.0553479

Приложение 6 Сквозная регрессия 5 с использованием $ROA_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе exec_busy_last_aver nonexec_busy_last_aver
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1027		
Model	.779586212	5	.155917242	F(5, 1021) = 20.06		
Residual	7.93479026	1021	.007771587	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0895		
				Adj R-squared = 0.0850		
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE = .08816		

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0094535	.0011265	8.39	0.000	.007243	.0116641
LEVt_1	-.008952	.0013348	-6.71	0.000	-.0115712	-.0063328
bdsizе	-.0083356	.0014381	-5.80	0.000	-.0111575	-.0055136
exec_busy_last_aver	.0016694	.0012941	1.29	0.197	-.00087	.0042089
nonexec_busy_last_aver	-.0016709	.0015514	-1.08	0.282	-.0047153	.0013735
_cons	-.0868848	.0217927	-3.99	0.000	-.1296483	-.0441212

Приложение 7 Сквозная регрессия 6 с использованием $ROA_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе exec_busy_now_aver exec_busy_last_aver nonexec_busy_1
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1027		
Model	.837820789	7	.119688684	F(7, 1019) = 15.48		
Residual	7.87655568	1019	.007729692	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0961		
				Adj R-squared = 0.0899		
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE = .08792		

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0099042	.0011375	8.71	0.000	.0076721	.0121362
LEVt_1	-.0088159	.0013334	-6.61	0.000	-.0114324	-.0061995
bdsizе	-.0078861	.0014436	-5.46	0.000	-.0107189	-.0050533
exec_busy_now_aver	-.0017853	.0013509	-1.32	0.187	-.0044361	.0008655
exec_busy_last_aver	.0021315	.0013535	1.57	0.116	-.0005245	.0047875
nonexec_busy_now_aver	-.0026948	.0015498	-1.74	0.082	-.0057358	.0003463
nonexec_busy_last_aver	-.0002157	.0017114	-0.13	0.900	-.003574	.0031425
_cons	-.0957238	.0219807	-4.35	0.000	-.1388565	-.0525911

Приложение 8 Сквозная регрессия 7 с использованием $ROA_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе ind_busy_now_aver ind_busy_last_aver
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1027		
Model	.833381433	5	.166676287	F(5, 1021) = 21.59		
Residual	7.88099504	1021	.007718898	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0956		
				Adj R-squared = 0.0912		
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE = .08786		

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0096112	.0011082	8.67	0.000	.0074366	.0117857
LEVt_1	-.009346	.001331	-7.02	0.000	-.0119577	-.0067342
bdsizе	-.0077118	.001447	-5.33	0.000	-.0105513	-.0048723
ind_busy_now_aver	-.0043529	.0014587	-2.98	0.003	-.0072154	-.0014905
ind_busy_last_aver	.0033109	.0015352	2.16	0.031	.0002984	.0063235
_cons	-.0925842	.021464	-4.31	0.000	-.1347027	-.0504656

Приложение 9 Сквозная регрессия 8 с использованием $ROA_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе busy_now_sub busy_last_sub
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1027		
Model	.779806713	5	.155961343	F(5, 1021) = 20.07		
Residual	7.93456976	1021	.007771371	Prob > F = 0.0000		
Total	8.71437647	1026	.008493544	R-squared = 0.0895		
				Adj R-squared = 0.0850		
				Root MSE = .08816		

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0095066	.0011084	8.58	0.000	.0073317	.0116815
LEVt_1	-.0091366	.0013342	-6.85	0.000	-.0117546	-.0065185
bdsizе	-.0084551	.0014266	-5.93	0.000	-.0112545	-.0056557
busy_now_sub	-.0427328	.0293083	-1.46	0.145	-.1002442	.0147786
busy_last_sub	.044482	.0398066	1.12	0.264	-.03363	.122594
_cons	-.0859817	.0213385	-4.03	0.000	-.127854	-.0441094

Приложение 10 Базовая регрессионная модель с $Tobin_{i,t+1}$

```
. reg TOBINT_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 993		
Model	9.2164637	3	3.07215457	F(3, 989) = 12.49		
Residual	243.308845	989	.24601501	Prob > F = 0.0000		
Total	252.525308	992	.254561803	R-squared = 0.0365		
				Adj R-squared = 0.0336		
				Root MSE = .496		

TOBINT_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0192364	.0066816	2.88	0.004	.0061246	.0323482
LEVt_1	.0322857	.0070934	4.55	0.000	.0183658	.0462056
bdsizе	-.0170699	.0080684	-2.12	0.035	-.0329031	-.0012368
_cons	.582064	.130915	4.45	0.000	.3251609	.8389671

Приложение 11 Сквозная регрессия 1 с использованием $Tobin_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

reg TOBINT_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе busy_now

Source	SS	df	MS	Number of obs = 993		
Model	9.51920222	4	2.37980055	F(4, 988) = 9.68		
Residual	243.006106	988	.245957597	Prob > F = 0.0000		
Total	252.525308	992	.254561803	R-squared = 0.0377		
				Adj R-squared = 0.0338		
				Root MSE = .49594		

TOBINT_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0207203	.0068134	3.04	0.002	.0073498	.0340908
LEVt_1	.0324977	.0070952	4.58	0.000	.0185743	.0464211
bdsizе	-.0154388	.0082003	-1.88	0.060	-.0315309	.0006533
busy_now	-.0086398	.0077875	-1.11	0.268	-.0239218	.0066422
_cons	.5510516	.1338511	4.12	0.000	.2883865	.8137168

Приложение 12 Сквозная регрессия 2 с использованием $Tobin_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

. reg TOBINT_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе busy_last

Source	SS	df	MS	Number of obs = 993		
Model	11.3218268	4	2.8304567	F(4, 988) = 11.59		
Residual	241.203482	988	.244133079	Prob > F = 0.0000		
Total	252.525308	992	.254561803	R-squared = 0.0448		
				Adj R-squared = 0.0410		
				Root MSE = .4941		

TOBINT_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.015864	.0067544	2.35	0.019	.0026094	.0291186
LEVt_1	.0320744	.0070666	4.54	0.000	.0182071	.0459417
bdsizе	-.0200625	.0081018	-2.48	0.013	-.0359613	-.0041637
busy_last	.025491	.0086804	2.94	0.003	.008457	.0425251
_cons	.6556264	.1327973	4.94	0.000	.3950292	.9162236

Приложение 13 Сквозная регрессия 3 с использованием $Tobin_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg TOBINT_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе busy_now busy_last
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 993		
Model	12.9388357	5	2.58776713	F(5, 987) = 10.66		
Residual	239.586473	987	.24274212	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0512		
				Adj R-squared = 0.0464		
Total	252.525308	992	.254561803	Root MSE = .49269		

TOBINT_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0182807	.0067999	2.69	0.007	.0049368	.0316246
LEVt_1	.0325285	.0070487	4.61	0.000	.0186964	.0463606
bdsizе	-.0171184	.0081589	-2.10	0.036	-.0331291	-.0011077
busy_now	-.0219715	.0085129	-2.58	0.010	-.038677	-.0052661
busy_last	.0357478	.0095243	3.75	0.000	.0170576	.0544379
_cons	.606359	.1337873	4.53	0.000	.3438188	.8688991

Приложение 14 Сквозная регрессия 4 с использованием $Tobin_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg TOBINT_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе exec_busy_now_aver nonexec_busy_now_aver
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 993		
Model	10.8034599	5	2.16069198	F(5, 987) = 8.82		
Residual	241.721849	987	.244905622	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0428		
				Adj R-squared = 0.0379		
Total	252.525308	992	.254561803	Root MSE = .49488		

TOBINT_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.019521	.0068197	2.86	0.004	.0061383	.0329038
LEVt_1	.0317823	.0070852	4.49	0.000	.0178785	.0456861
bdsizе	-.0168898	.0081541	-2.07	0.039	-.0328911	-.0008885
exec_busy_now_aver	.0177657	.0072742	2.44	0.215	.0034911	.0320403
nonexec_busy_now_aver	-.0127511	.0080066	-1.59	0.112	-.028463	.0029608
_cons	.5822941	.1338126	4.35	0.000	.3197043	.8448839

Приложение 15 Сквозная регрессия 5 с использованием $Tobin_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg ROAt_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе exec_busy_last_aver nonexec_busy_last_aver
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 1027		
Model	.779586212	5	.155917242	F(5, 1021) = 20.06		
Residual	7.93479026	1021	.007771587	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0895		
				Adj R-squared = 0.0850		
Total	8.71437647	1026	.008493544	Root MSE = .08816		

ROAt_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0094535	.0011265	8.39	0.000	.007243	.0116641
LEVt_1	-.008952	.0013348	-6.71	0.000	-.0115712	-.0063328
bdsizе	-.0083356	.0014381	-5.80	0.000	-.0111575	-.0055136
exec_busy_last_aver	.0016694	.0012941	1.29	0.197	-.00087	.0042089
nonexec_busy_last_aver	-.0016709	.0015514	-1.08	0.282	-.0047153	.0013735
_cons	-.0868848	.0217927	-3.99	0.000	-.1296483	-.0441212

Приложение 16 Сквозная регрессия 6 с использованием $Tobin_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg TOBINT_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе exec_busy_now_aver exec_busy_last_aver nonexec_busy_
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 993		
Model	17.7887323	7	2.54124747	F(7, 985) = 10.66		
Residual	234.736576	985	.238311245	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0704		
				Adj R-squared = 0.0638		
Total	252.525308	992	.254561803	Root MSE = .48817		

TOBINT_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0154419	.0067747	2.28	0.023	.0021475	.0287364
LEVt_1	.0327486	.0069997	4.68	0.000	.0190125	.0464846
bdsizе	-.0183705	.0080586	-2.28	0.023	-.0341845	-.0025565
exec_busy_now_aver	.00885	.0075184	1.18	0.239	-.0059039	.0236039
exec_busy_last_aver	.0298694	.0073953	4.04	0.000	.015357	.0443818
nonexec_busy_now_aver	-.0202017	.0087046	-2.32	0.021	-.0372834	-.0031199
nonexec_busy_last_aver	.0193802	.0095473	2.03	0.043	.0006447	.0381157
_cons	.6646607	.1331968	4.99	0.000	.4032786	.9260429

Приложение 17 Сквозная регрессия 7 с использованием $Tobin_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg TOBINT_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе ind_busy_now_aver ind_busy_last_aver
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 993		
Model	13.9716227	5	2.79432454	F(5, 987) = 11.56		
Residual	238.553686	987	.24169573	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0553		
				Adj R-squared = 0.0505		
Total	252.525308	992	.254561803	Root MSE = .49163		

TOBINT_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0183963	.0066433	2.77	0.006	.0053597	.0314329
LEVt_1	.0317162	.0070463	4.50	0.000	.0178888	.0455437
bdsizе	-.0144542	.0081643	-1.77	0.077	-.0304756	.0015671
ind_busy_now_aver	-.0192825	.0082193	-2.35	0.019	-.0354118	-.0031532
ind_busy_last_aver	.0369918	.0083823	4.41	0.000	.0205426	.0534411
_cons	.5795021	.130724	4.43	0.000	.3229731	.836031

Приложение 18 Сквозная регрессия 8 с использованием $Tobin_{i,t+1}$ в качестве зависимой переменной

```
. reg TOBINT_1 LNSALESt_1 LEVt_1 bdsizе busy_now_sub busy_last_sub
```

Source	SS	df	MS	Number of obs = 993		
Model	12.5735712	5	2.51471424	F(5, 987) = 10.34		
Residual	239.951737	987	.243112196	Prob > F = 0.0000		
				R-squared = 0.0498		
				Adj R-squared = 0.0450		
Total	252.525308	992	.254561803	Root MSE = .49306		

TOBINT_1	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
LNSALESt_1	.0186359	.0066492	2.80	0.005	.0055878	.031684
LEVt_1	.0331365	.0070601	4.69	0.000	.0192819	.0469911
bdsizе	-.0167993	.0080234	-2.09	0.037	-.0325441	-.0010545
busy_now_sub	-.2051794	.1661367	-1.24	0.217	-.5312012	.1208423
busy_last_sub	.6875559	.2273746	3.02	0.003	.2413628	1.133749
_cons	.5759715	.1301518	4.43	0.000	.3205655	.8313775